全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

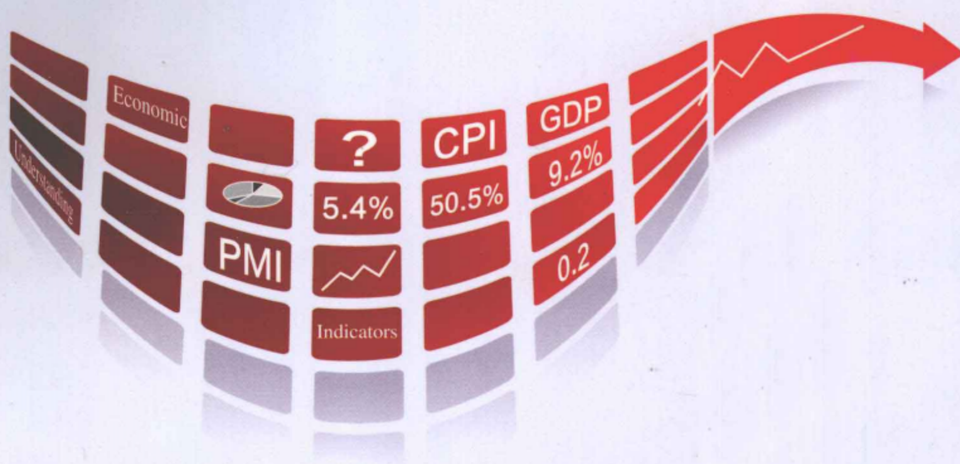
Understanding China's Economic Indicators

Translating the Data into Investment Opportunities

《华尔街日报》专栏作家、英国经济学家深度解析

教你如何把数字变成财富

读懂经济数据的第一本书　把握投资机会的必备工具



解读中国经济指标

在数字中锁定投资机会

（英）欧乐鹰（Tom Orlik）◎著　史静◎译

PEARSON



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和
理想藏书55188

Understanding China's Economic Indicators

Translating the Data into Investment Opportunities

解读中国经济指标

在数字中锁定投资机会

（英）欧乐鹰（Tom Orlik）◎著 史静◎译




中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书
理想藏书55188

图书在版编目（CIP）数据

解读中国经济指标：在数字中锁定投资机会/欧乐鹰著；史静译.
北京：中国经济出版社，2012.3
书名原文：Understanding China's Economic Indicators：Translating the Data into Investment Opportunities.
ISBN 978 –7 –5136 –1444 –3
Ⅰ.①解… Ⅱ.①欧… ②史… Ⅲ.①经济指标—研究—中国 Ⅳ.①F124
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 027401 号

Authorized translation from the English language edition, entitled UNDERSTADING CHINA'S ECONOMIC INDICATORS：TRANSLATING THE DATA INTO INVESTMENT OPPORTUNITIES, 1th Edition, 978 –0 –13 –262019 –2 by ORLIK, THOMAS, published by Pearson Education, Inc, publishing as Prentice Hall, Copyright © 2012 by Thomas Orlik.

All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage retrieval system, without permission from Pearson Education, Inc.

CHINESE SIMPLIFIED language adaptation edition published by PEARSON EDUCATION ASIA LTD., and CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE Copyright © 2012

北京市版权局著作权合同登记号　　图字：01 –2012 –1891

本书封面贴有 Pearson Education（培生教育出版集团）防伪标签，无标签者不得销售。

责任编辑　燕丽丽
责任审读　霍宏涛
责任印制　石星岳
封面设计　久品轩

出版发行　中国经济出版社
印 刷 者　北京市人民文学印刷厂
经 销 者　各地新华书店
开　　本　787mm ×1092mm　1/16
印　　张　18
字　　数　250 千字
版　　次　2012 年 3 月第 1 版
印　　次　2012 年 3 月第 1 次
书　　号　ISBN 978 –7 –5136 –1444 –3/F・9234
定　　价　48.00 元

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街 3 号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010 –68319116）

版权所有　盗版必究（举报电话：010 –68359418　010 –68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390）　　服务热线：010 –68344225　88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济指标是了解一国经济发展现状、预测未来发展趋势的最直观、最重要线索。它不仅是政府制定经济决策时的参考依据，也是理性投资者作投资决策时的首选标杆。但是，目前包括官方统计系统和各种研究机构在内，会发布各种指标数据。很多时候，人们会感觉被淹没在数据的海洋中无所适从。为了帮助投资者理清思绪，让投资者读懂数据、看清市场、做好投资，我社引进出版了这部图书。

本书的作者欧乐鹰先生（Tom Orlik）是华尔街日报《股闻天下》的专栏作家，也是一位严谨的经济学家和市场分析专家。多年研究中国经济和市场，积淀了丰富的知识。而从一个西方人的视角研读中国经济数据，也可以给投资者带来不同的思路和角度，是投资者不可多得的参考书。

当然，由于文化、制度等差异，中西方学者在解读同一问题时会有不同的视角和侧重点。比如，作者在书中提到汇率问题。这是中西方在经济领域争论的焦点 。站在不同的立场会有完全不同的解读，文中关于西方世界对中国汇率制度的质疑，有其存在的客观土壤，通过本书，国内读者可以更直接地感受西方学者在这一问题上的固执和偏见。比如，作者认为中国的数据采集系统和质量存在问题。对于一个如此庞大且发展迅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速的经济体，其数据的采集本身就是一个难题，需要逐步完善。再比如，作者认为失业数据的统计将农民工排除在外是不合理的。其实，农民工在中国是一个特殊的群体，他们一方面拥有承包土地的经营权，另一方面又可以选择进城务工。对这一群体的“就业”与“失业”如何界定，确实是一个新问题。但如果将农民工的“失业”全部纳入失业人口的统计范畴，显然也是值得商榷的。为保持全书阅读的流畅，我们保留了作者的观点。希望可以帮助读者更全面地思考这些问题。

随着全球化的推进，中国经济融入世界经济，带来的不仅仅是经济的发展，更有文化和思想的碰撞，我们希望可以为不同的思想提供展示的平台。我们相信，在这种文化和思想的交流与碰撞中，除了可以帮助我们全面了解问题，更可以引导我们深入思考，从而在面对质疑时更加从容、自信。

2012 年 2 月 24 日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



对于广大投资者来说，中国经济就像是披着红盖头的新娘子——谁都知道盖头下面是个美娇娘，也都想打开盖头看个究竟，怎奈娘家人尾随得太紧，不到最后入洞房的一刻，谁也别想一睹新娘子的真容。解读经济数据就更加困难了。除了少数内幕人士和专家，其他人、尤其是中小投资者，恐怕除了听信传言，也只有捶胸顿足、感叹无奈的份儿。

好在有人替我们解决了这个问题。欧乐鹰先生（Tom Orlik）的新作《解读中国经济指标》剖析了数十项中国经济数据的来龙去脉。从数据编制方法到统计系统的偏差和缺陷，从外界对中国经济数据的质疑到统计部门近期进行的改革，从明显失真的数据再到挖掘真实数据的方法，作者都在书中作了精彩的解释和说明。

解读经济现象已属不易，解读中国经济数据更是难上加难。有了“大跃进”时代地方官员虚报粮食产量的前车之鉴，投资者对官方发布的数据一直抱着将信将疑的心态。欧乐鹰先生在书中指出，官方统计固然存在缺陷，但借助一些小小的帮助，我们还是可以拨开数字的迷雾，看到中国经济的真相。以国内生产总值数据为例，欧乐鹰先生认为，我们可以通过参考发电量及客货运输量等其他指标来判断官方数据的准确度，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得出对中国经济形势的全面了解。

对于投资者来说，本书有很大的实际参考价值。例如，作者在研究中发现，货币供应量和中国股市的表现有很强的联动关系，上证综合指数的高点和低点与 M_1 增速的峰值和低谷密切吻合。书中对人民币汇率问题的剖析更是让人叫绝。近期闹得沸沸扬扬的汇率战究竟因何而起？中国政府在决定人民币升值速度时究竟会参考哪些经济数据？人民币升值为何没有解决中国的巨额贸易顺差问题？这些见解和分析都有助于投资者准确把握市场行情。

本书的作者欧乐鹰先生固然是位西方人，但近几年来因为工作的关系，作者对中国经济和中国文化的了解日益深厚。所以我们在书中读到的，不仅是一位受过严格训练的西方经济学家对中国经济的独到见解，也是一位中国通对中国文化的认知和感受。作者针对中国统计系统乃至中国经济转型中的各种问题提出的建议中肯而不偏颇，因此对决策者来说未尝不是一种参考。对于专业人士或是对中国经济感兴趣的读者而言，本书也是了解中国经济的一扇窗口。

最后，感谢欧乐鹰先生在译书过程中给予译者的帮助。时间仓促，书中不足还望读者指正。

道琼斯公司

中文咨讯服务部

史　静

2012 年 1 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 介 绍 …… 1

媒体争抢数据 …… 3
中国经济统计数据可靠吗 …… 6
中国经济数据月历 …… 9
获取数据——苦苦等待抑或另寻蹊径 …… 10
中国经济数据年历 …… 12
关于本书 …… 14

第二章 产 值 …… 17

国内生产总值(GDP) …… 19
工业增加值 …… 32
财政收支 …… 40
客货运输量 …… 46
中国物流与采购联合会 PMI …… 51
汇丰中国 PMI …… 57
MNI 的中国商业景气调查 …… 60

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家统计局的经济领先指标 …… 66
世界大型企业研究会的中国先行经济指数 …… 72
经济合作与发展组织的综合领先指标 …… 77

第三章　**投资和房地产** …… 83

固定资产投资 …… 85
房地产价格、投资、销售及建设 …… 94
中国房地产指数系统 …… 105

第四章　**居民类** …… 111

社会消费品零售总额 …… 113
城镇居民人均可支配收入 …… 119
国家统计局消费者信心指数 …… 126
英德知联恒的中国消费者信心调查 …… 131

第五章　**外部环境** …… 137

贸易 …… 139
美国进口价格指数 …… 152
外商直接投资 …… 157
国际收支平衡 …… 163
外汇和黄金储备 …… 171
美国财政部国际资本流动数据 …… 179

第六章　**就业市场** …… 187

城镇薪资 …… 189
失业率 …… 198

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公共就业服务机构市场供求状况 …… 203

第七章 **物 价** …… 209

消费物价指数(CPI) …… 211
城镇居民收入信心指数和物价满意指数 …… 219
生产者物价指数(PPI) …… 224
债券市场收益率曲线 …… 229

第八章 **金融指标** …… 237

金融机构的资金来源和使用情况 …… 239
货币供应量 …… 247
不良贷款 …… 252
中国外汇交易中心中间价 …… 258
香港银行系统人民币存款 …… 265
中国央行报告 …… 269

致谢 …… 277

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

介 绍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒体争抢数据

一月里一个清冷的早晨。北京。国务院新闻办公室接待大厅。无所事事的年轻保安将八十多名记者引入大理石铺就的大厅。记者走进大厅，爬上楼梯，向另一位保安出示了证件并接受安检，然后进入会场。室内摆满了一排排座椅，正前方的讲台上鲜花锦簇，一个麦克风从鲜花的后面探出头来。记者三三两两地簇拥着走进会场，一边喝着咖啡一边闲聊。一位来自中国媒体的记者伸着纤长的指甲掏耳朵。九点四十五分，通向旁屋的门打开了，一位神色紧张的官员拿着一叠文件走了进来。这种时候的确大意不得。现场记者突然精神抖擞起来，互相推搡着挤上前去，谁都希望抢在别人前面看见文件。可怜的官员被记者推来推去。这种混乱的状况持续了一会儿，官员手里的东西被一抢而空。到底有什么事情值得记者这样大惊小怪？是不是中国政府和朝鲜的关系发生了变化？要宣布与西藏有关的重大决定？还是要透露北京烤鸭的秘方？其实都不是。这八十多个人都是财经记者。他们刚才争抢的对象是一位来自国务院新闻办公室的官员。被记者抢到手里的文件是 2009 年第四季度中国国内生产总值(GDP)数据。

上午九点五十。记者开始用手机给留守在北京编辑室的同事打电话。2009 年第四季度 GDP 较上年同期增长 10.7%，第三季度增长了 9.1%。尽管当时全球爆发了“二战”以来最严重的经济危机，中国却以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最顽强的姿态率先走出危机的阴霾。但数据显示,中国经济在飞速增长的同时也面临一些问题。通货膨胀压力再次显现,而且来势迅猛。2009年全年物价上涨1.9%,11月份上涨0.6%。食品价格涨幅更大,较上年同期上涨5.3%。记者需要在短短几分钟内理出头绪。这些数据到底说明了什么? GDP飙升会不会带动上证综合指数上扬? 油价会不会跟着上涨? 还有澳元及韩元也会一路上涨吗? 还是说,通货膨胀复燃暗示中国的好日子已经走到了尽头? 道琼斯通讯社(Dow Jones)、Market News International(简称MNI)及路透社(Reuters)的记者纷纷打电话给留守在编辑室的同事。两路记者小心翼翼地核对了数据。"第四季度GDP增长10.7%,全年增长8.7%,对吧?"对方顿了一下,"没错。"十点一到,消息封锁令解除,记者就可以正式发送新闻了。上海、香港、东京、台北及新加坡的交易大厅内,大屏幕上开始播放最新数据。在国务院新闻办公室,一群身穿灰西服的官员走上讲台,新闻发布会开始了。国家统计局局长马建堂面带微笑,开始宣读事先准备好的讲稿。马建堂称,"可以说2009年中国经济实现了大丰收。"但金融市场没工夫理会这套说辞,投资者早就开始根据数据的表现进行交易了。

数据发布当天,上证综合指数的表现却是波澜不惊。这一点似乎让人很难理解。如果经济稳步增长,那对股市来说应该是个利好。投资者应该纷纷买进、而不是冷眼旁观才对。但市场考虑的不仅是数据的表现,同时还有政府可能作出的反应。尽管经济稳步增长,但通货膨胀抬头让人不悦,市场担心经济刺激措施可能马上就要结束。上证综合指数较前一交易日下跌近3%,主要是因为市场预计银行会收紧信贷。经济增幅和通货膨胀水平都高于预期,市场对刺激措施行将结束的预期开始升温。银行、地产及大宗商品板块纷纷下跌,因为一旦政府收紧政策,这些企业最有可能受到冲击;而在2009年,受信贷及投资推动,这些行业一度风光无限。香港股市,中国工商银行下跌2.9%。按存款计,该行是世界第一大银行。澳大利亚市场,矿业巨头必和必拓(BHP Billiton)和力拓(Rio Tinto)分别下跌1.7%和3.2%。澳元兑美元下跌1.1%。美国还是1月20日的晚上九点,纽约市场还在休市。投资者可以利用一晚上的时间好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好分析分析数据。等他们第二天醒来就会发现,亚洲市场已全线下跌。数据中传达的重要信息,是通货膨胀上升,而不是经济增速加快;是刺激政策结束,而不是经济复苏开始。GDP 数据公布后的第二天,美国市场也受到了拖累,道琼斯指数下跌逾 2%。

再回到国务院新闻办公室。马建堂已读完讲稿,记者开始提问。中央电视台记者提出第一个问题:“中国是否已超越日本,成为世界第二大经济体?”马建堂面露微笑,等待现场翻译将问题翻译成英文。他说,中国经济的世界排名问题可以让专家和学者去研究,但实际情况是,中国仍是发展中国家,按人均 GDP 计算,中国连世界前一百名也排不上。

中国人均 GDP 可能还不到 4000 美元/年。但尽管国民收入不高,13 亿人口加起来总量仍然非常可观。中国 2010 年 GDP 达到 39.8 万亿元,合 5.9 万亿美元。按 GDP 来计,中国已在 2007 年超过排名第四的德国,跃居季军宝座,之后又在 2010 年超过日本位居亚军。就算中国经济规模还没有达到世界第一,而且十年内也不太可能实现这一目标,但中国因素的确在牵动市场神经。

与上市公司的盈亏相比,数据所反映出的经济增长形势和通货膨胀水平对中国股市的影响更大。在香港恒生指数的成分股中,中资企业的比例超过 50%,所以香港市场往往会追随中国内地市场的走势。中国经济新闻会导致日本、韩国及新加坡等亚洲市场起起落落,重大消息甚至会波及欧美市场。中国目前的铁矿石及铜消费量位居世界第一,石油消费量位居世界第二。大宗商品投资者会细细研读中国的进口、工业增加值及固定资产投资数据,从中窥探中国市场需求变化的蛛丝马迹。外汇市场主要关注人民币升值。中国还没有开放资本账户,所以押注人民币升值的空间有限,但投资者可以通过押注韩元、新加坡元及澳元来间接押注人民币升值及中国概念。全球金融市场都在关注中国,而经济数据则是了解中国市场的必要工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国经济统计数据可靠吗

随着外界越来越关注中国经济的发展,中国经济数据的可靠程度也成了颇具争议性的话题。在过去,这种猜测也的确有一定的根据。

在“大跃进”时代,毛泽东试图在短短几年内引导中国从落后的农业国家转变为现代化的工业国家,这种设想只会演变成灾难,而统计系统失灵也是酿成惨剧的重要原因。按照毛泽东的设想,要想加快经济发展步伐,首先要实现农业高产,之后出售农产品的收入就可以用于现代工业基地建设。当时全国上下掀起一股爱国狂潮。尽管粮食生产目标遥不可及,但地方官员深知,自己的政治前途完全取决于辖区能否实现上级下达的目标,于是就开始肆无忌惮地炮制假数据。在浮夸风最盛行的时候,1958 年夏天,部分省份的粮食亩产量达到了每年 10000 磅(约合 4536 千克)。这实在是无稽之谈。一亩相当于 1/15 公顷,估计上世纪 50 年代粮食亩产量大约在每年 1000 磅(约合 454 千克)左右。但这还不是最离谱的,很快就有其他省份宣称,粮食亩产量达到了 20000(约合 9072 千克)甚至 30000 磅(约合 13608 千克)。归根结底,产量数据并不是为了反映粮食生产现状,而是为了制造欢天喜地的假象,鼓舞人民群众的士气,满足高层提出的不合理期望。但扭曲现实是要付出代价的。粮食产量越高,向中央政府缴纳的税金也就越高。在某些省份,由于虚报的产量太高,最后导致当年的所有粮食收成都得拿去缴税,而中央政府又会把税收收入用于项目投资,或是中国根本无力负担的浩瀚工程。为躲避生产大队的稽查,在某些地区,农民只能在一些隐蔽的角落种庄稼,只有这样手里才能有些余粮。

从根本来说,“大跃进”时代之所以会涌现浮夸风,是因为地方官员的道德观念发生扭曲:一方面是粮食产量长期不变的现状,另一方面,却是靠着虚报产量就可以实现的飞黄腾达的梦想。这种利益冲突长期没有解决。中国致力于经济数据改革后,1998 年的 GDP 数据争议最大。地方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官员上报的数据水分太大，许多专家认为数据严重虚报。现在，国家统计局已不再依靠地方统计部门上报的不可靠信息。工业增加值、固定资产投资及零售额等重要数据都是由大型企业直接向国家统计局上报。一旦地方数据和全国数据出现偏差，统计局也通常会以全国数据为准。以GDP数据为例，国家统计局发布的GDP一直低于各省上报的GDP相加后的总额。

"大跃进"时代粮食产量数据失真的另一个原因，是因为当时的人相信，通过虚报产量来提高群众士气要比实话实说更有意义。如果说20世纪50年代的数据是为了鼓舞农民士气，那么如今参考中国经济数据的人群已发生很大变化。但数据对增强海内外人士对中国经济的信心仍在发挥作用。而且，中国经济每年8%的增长速度简直堪称奇迹，这对外界来说会起到定心丸的作用。但如果政府想在统计数据上要花招，阻力也很大。步入信息时代以后，把经济数据当做宣传工具的空间已大大缩小。官方数据可以在第一时间通过互联网传遍世界。记者都是火眼金睛、百般挑剔，经济学家都有自己的计算工具，精明的投资者更是在时刻关注中国经济的发展状况。50年代的饥荒到底有多严重，人口学家要到数十年后才可以通过人口数据了解一二。但在今天，一旦数据出现偏差，许多人很快就会知道。2009年第一季度的GDP数据显示，当季GDP较上年同期增长6.1%，为十年来的最低水平。但国家统计局还是发布了这项数据，表明执政者已经意识到，尽管数据反映的现状让人不悦，但向外界提供可靠的官方数据能给中国带来更大的益处。

要想准确把握中国瞬息万变的经济形势仍然不易。"大跃进"产生的一个根源，就在于中国领导人盲目相信中国的本土技术无所不能。毛泽东坚信，有了革命热情，再加上新的耕种技术，粮食产量就会突飞猛进。生产技术的变化增加了计算粮食产量的难度，至少在一段时期内，大家都在关注生产技术的变化，没有人注意到粮食产量基本不变的事实。改革开放以后粮食数据可能不像上世纪50年代那样严重失真，但中国大陆仍在发生日新月异的变化。中国目前的经济规模与1978年相比已经不可同日而语，随着新行业的崛起，经济产值及就业也在增长，新产品层出不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

穷，新楼盘陆续粉墨登场——要想准确记录这些经济领域的动态确实是个巨大的挑战。国家统计局也在尽力维护统计工具的准确性和时效性。为正确捕捉GDP的增长情况，国家统计局已将调查范围从最初的16个基本行业扩展到94个相关行业，对服务业的调查范围也显著扩大。但有些数据的调查工具和方法仍然落后，无法跟上瞬息万变的形势。譬如，用来统计就业数据的测算体系就错漏百出。1978年，所有劳动力都在国有部门就业，因此以国有企业为基础开展薪资调查完全行得通。但到2010年，在国有部门就业的劳动人口还不到10%，继续沿用老的测算体系就不太合理。与政治上的干预相比，统计工具滞后于现实发展才是中国统计部门面临的严重问题。

文化上的原因也加大了统计难度。国家统计局不是国税局，也不是公安局。由于多种原因，国家统计局很难收集到翔实的原始信息。早在“大跃进”时代，在自留地耕种庄稼的农民为了逃避生产大队的稽查，往往都会上报虚假数据。五十年后，中国也面临类似的问题：小企业一般都会有三本账——一本给税务局看，一本给投资者看，还有一本供内部参考。而富人阶层则拒绝透露通过行贿获得的收入。接受调查的人群不愿向官方统计人员如实上报信息的确加大了国家统计局的工作难度。

最后，原本只是很简单的统计方法，但国家统计局及其他负责编制经济数据的政府部门却神神秘秘地不肯向外界透露，仿佛他们守护的不是统计方法，而是原子弹仓库地址。和前几年相比，重要数据统计方法的透明度问题已有很大改善。以2010年为例，中国在发布私营部门薪资数据的同时，也公开了详细的调查方法，并针对调查方法的局限性展开了讨论。但重要数据的详细统计方法等关键信息仍未公开。譬如消费者价格指数（CPI）中各类商品的权重，这在大多数国家都是公开信息，外界也很容易据此核查官方数据的可靠性。但在中国，由于国家统计局没有对外公布权重，因此就不可能判断指数的变动到底是因为物价出现波动，还是因为计算方法作了调整。这也在某种程度上造成市场对CPI数据缺乏信心，以至于在某些月份，数据发布前市场都会出现两个版本的传言，一种是实际CPI，另一种则是国家统计局即将发布的数据。由于国家统计局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其他机构拒绝透露数据计算方法的关键细节,外界质疑数据的可靠性也就在所难免。其实根本没有这个必要。

实际情况是,今日中国的经济数据绝不是由政府一手遮天、任意炮制的。数据不仅越来越可靠,覆盖面也越来越广,当然,其中也存在这样那样的问题,例如准确把握复杂万变的中国经济形势存在难度,调查方法不够完善,民众对政府缺乏足够的信心,有些数据也的确存在政治敏感度。统计系统绝对不是尽善尽美,有的数据可靠程度高一些,有的低一些。但没有一项是瞎编乱造出来的。这从 GDP 数据发布前国务院新闻办公室的混乱场面就可以窥视一斑,而且,数据发布后的第一时间里立刻达成了数十亿美元的交易:尽管数据本身存在缺陷,但这毫不妨碍市场作出反应。

中国经济数据月历

中国几乎每个月都会定期发布经济数据,我们从数据发布日程中可以捕捉到一些重要信息。

1 日:中国物流与采购联合会发布的官方采购经理人指数(PMI)和汇丰(HSBC Markit)中国 PMI 可以让市场对上月的制造业活动有个初步的预览。如果希望对中国市场有个大体的把握而又不想深入了解,这两项数据需要关注。

10 日:海关发布进出口及贸易顺差数据。可以从中了解海外市场对中国产品的需求以及国内市场的原材料需求。大宗商品市场会密切关注中国的铁矿石及原油进口数据。月度贸易顺差数据则有助于判断中国面临的人民币升值压力。

10—15 日:中国央行发布新增人民币贷款、人民币存款及货币供应量数据。这些数据会对市场产生不同程度的影响。短期来看,数据可以通过提振流动性起到推动市场的作用;长期来看,数据可以反映信贷水平变化与货币供应量以及经济增速与通货膨胀之间的紧密联系,这也会对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场造成影响。

11 日[①]:国家统计局发布的工业增加值、固定资产投资及零售额数据有助于市场及时把握中国经济的增长动能。从 CPI 和生产者价格指数(PPI)的表现可以判断通货膨胀压力会不会妨碍经济增长。这些数据是每个月的重头戏,其中,市场最关注的是工业增加值(也是整体经济增长幅度的代名词)和 CPI(了解整体通货膨胀形势的最佳工具)。

18 日:国家统计局发布房价数据。数据虽然不够完善,但也被市场普遍关注,从中可以了解房地产市场动态。

在年初和季度 GDP 数据发布的月份,上述日程会出现一定的调整。年初阶段,国家统计局会同时发布 1 月和 2 月的工业增加值、固定资产投资及零售额数据,希望以此来减轻春节因素的影响。在季度 GDP 数据发布的月份,国家统计局会将原定于 11 日发布的数据和 GDP 数据同时发布。也就是说,在正常情况下,1 月 20 日前后会发布第四季度 GDP 数据,4 月 15 日、7 月 15 日及 10 月 15 日分别发布第一、第二和第三季度数据。

获取数据——苦苦等待抑或另寻蹊径

数据月历表可以帮助我们了解各项数据的发布时间。但是,不是所有人都是从官方渠道了解数据。经济数据以及重大政策决定等信息往往会在官方消息发布前在市场传开。如果能够抓住一个可靠的重要数据传言,投资者就会在官方数据发布前作出反应。重要信息会通过以下几种方式泄露:

了解内情的官员与亲朋好友分享信息,后者可以在消息公开前获利。2005 年 6 月,在中国政府宣布结束人民币钉住美元的汇率政策并让人民币一次性升值 2% 之前的几个礼拜,了解内幕的投资者就已携带装满美

① 根据国家统计局的最新数据发布日程,CPI 数据已调整至每月 9 日发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的手提包出现在银行，他们将美元兑换成人民币，并计划在政府宣布消息之后将人民币再兑回美元。2010 年的大部分月份，CPI 数据也会在数据发布几天前外泄，并且精确到小数。与政府官员往来密切的投资者就会抢先了解数据，并根据获得的信息提前布局准备获利。

高层官员有时会打破常规，在官方数据发布前宣布数据。2010 年 3 月，温总理向一群外国工商界领袖表示，中国当月会出现贸易逆差，而当时距离中国海关发布官方数据还有好几个礼拜。2009 年 3 月，工业增加值出现反弹，温家宝按捺不住惊喜，在国家统计局之前向外界宣布了这一消息。

在数据发布前也可以通过非官方渠道收集到可靠信息。银行业贷款数据以前其实不是特别重要。银行每个月大约可以发放 2000 万元贷款，年初时候高一些，年底少一些，但每个月的波动幅度不大，所以通常对市场没有太大影响。但在 2009 年，形势完全不同了。银行业贷款激增不仅成为推动实体经济复苏的主要力量，同时也是推动股市反弹的动力。由于投资者开始关注贷款数据，财经记者于是四下活动，与银行界人士建立关系，希望能够提前了解对当月贷款量的评估意见。工商银行、中国银行、建设银行及农业银行贷款量约占贷款总量的一半左右。如果记者在银行界的关系过硬，打四个电话就可以对当月贷款额作出合理的估算。这个估算数字常常会在央行发布正式数据之前流入市场。

月度工业增加值、固定资产投资、零售额、CPI、PPI 及季度 GDP 数据会在正式发布前 15 分钟向媒体透露。理论上来说，这种方式可以让数据有序流入市场。如果哪家新闻机构不守规矩提前发布数据，那就一定会受到严厉惩罚。但实际上，国内新闻媒体往往可以大摇大摆地无视规则而免受惩处。外国媒体却不得不循规蹈矩，他们只能眼睁睁地看着中国同行抢占先机，大发特发头条新闻。

所以总的来说，中国经济数据错综复杂。了解内情的人可以提前了解信息获利，其他人只能从市场传言中去揣测真实数据。而外国投资者往往难以提前了解政策决定或经济数据，这也是投资中国市场让人有挫败感的原因之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国经济数据年历

假日(有些是固定假日,有些不固定)、政治事件以及季节更替都会对数据造成影响。关注一下数据年历有助于了解每一年的特殊情况。

1 月和 2 月:春节假期干扰数据

春节是一年中最重要的节日,它相当于美国的感恩节、圣诞节加新年,但春节假期要持续整整一周。机场和火车站到处挤满了返乡过节的外出务工人员。建筑工地暂停施工,工厂暂时停产,金融市场也会休市。春节假期有时是在 1 月份,有时也会在 2 月份,所以这两个月的数据会受到一定的干扰。为解决这一问题,国家统计局会将两个月的重要数据一起发布。单月数据(包括中国海关发布的贸易数据)需要格外留意,因为季节因素会导致数据出现偏差。

春节假期也会对金融市场造成影响。由于居民购买火车票及派发新年压岁钱需要现金,企业发放年终奖也需要额外的现金,因此银行会出现资金短缺。短期利率会上升,此时央行会向市场投放资金来弥补流动性缺口。再加上有时极端恶劣的天气也会对经济活动造成影响,因此头两个月的数据需要谨慎解读。

3 月和 4 月:“两会”决定经济政策方向

春节假期结束后,3 月份的重头戏就是“两会”。但实际上,一些重要决定都是在 10 月份的中央全会上作出的。这并不意味着全国人大会议并不重要。总理工作报告会确立政府的整体经济政策立场及全年工作重点,并设定 GDP、CPI 及货币供应量等目标。发改委则会设定贸易、固定资产投资及零售额目标。预算案会设立政府重点支出项目,并确立当年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的财政盈余或赤字目标。政协会议的重要性要低于人大会议,但由于“两会”同时召开,因此媒体就有了“追堵”决策者并提出刁钻问题的大好机会。

进入4月以后,春节因素的影响逐渐消退,第一季度的GDP数据有利于市场明确把握经济形势。在这之前,国务院总理通常会主持召开国务院会议,参与制定经济政策的各大部委都会出席。国务院会在数据发布前对数据进行考察,确立下一季度的经济政策方向,有时也会决定是否动用利率等重要政策工具。2010年4月的国务院会议决定,要采取措施打压房地产市场泡沫。

5月和6月:劳动节因素

在2007年以前,中国劳动者会在5月份享受长达一周的公共假期。但从2008年起,假期缩短至一天,这种变化又影响到了历史数据的季节性变动;受劳动节假期影响,5月份的工作日数量要低于4月和6月,这会对环比数据产生影响。

7月和8月:政治休眠期及自然灾害频发期

北京的夏天炎热无比。气温常常高达摄氏三十多度。在邓小平和江泽民时代,中国领导人会去北戴河消暑度假。胡锦涛则认为,领导人集体度假不符合他所提倡的简朴生活风范,因此北戴河假期逐渐降温。但很少有重要决定出自这两个月。在7月初发布GDP数据前,国务院会召开正式会议。但一般情况下,夏季是重大政治及经济事件的淡季。

中国的自然灾害并不只限于夏季。近年来,雪灾及地震随时会威胁到民众的生命和财产安全。但夏季的确是自然灾害的频发期。洪水灾害不仅会破坏基础设施,也会导致工农业产值下降。7月1日还是中国共产党建党纪念日,也是一个较为敏感的日子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 月和 10 月：国庆假期和中央全会

中秋和国庆假期会对经济数据造成进一步的干扰。秋季的这两个节日没有春节重要。进城务工的外出务工人员不会大批返乡，建筑工地仍在施工，商业活动也照常进行。但这两个节日会导致工作日数量骤减，特别是白领阶层的工作时间会大大所缩短，所以 9、10 月份的经济数据会受到影响。

10 月中旬中国共产党会召开中央全会。在胡锦涛的领导下，中央全会又承担了新的使命，即制定重要经济政策。2010 年 10 月份的中央全会召开之后，央行宣布加息，同时中国经济政策也从应对危机转向中性。中央全会还会为来年 3 月的全国人大会议奠定基调。

11 月和 12 月：中央经济工作会议

12 月前半个月的重点是中央经济工作会议。国家主席和国务院总理均会出席，同时各大部委高级领导，省、直辖市及自治区领导人也将出席，与会人员将进行为期三天的讨论。会议将为来年经济政策奠定基调，明确货币和财政政策的整体方向，并确立经济结构改革的重点。

关于本书

本书由不同章节构成，每一章覆盖一个特定的经济领域。例如，第二章谈论的是产值数据；第三章讲的是投资数据。每一章又会分为若干小节，分别探讨不同的经济数据。每个数据会按照以下顺序加以介绍：

市场敏感度：高——市场一直关注，如 GDP 及 CPI 数据；中——只有在数据表现异常的情况下才有可能对市场交投产生影响，例如固定资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资及零售额数据;低——市场可以借此评估整体经济形势,但基本不会对市场交投产生直接影响,例如不良贷款或香港银行系统的人民币存款数据。

指标含义:这部分内容会对指标的概念及其统计对象作简短介绍,包括计量单位。了解中国数据的计量单位非常重要,因为统计方法和惯例往往和美国有很大悬殊。重点留意以下几个方面:

- 计量货币:数据以人民币计量(GDP)还是以美元计量(贸易数据)?
- 计量单位:是个人(薪资数据)、万(建筑面积)、百万(香港银行系统的人民币存款)还是亿(固定资产投资)?
- 覆盖期限:是单月(零售额数据)还是自年初累计(固定资产投资)?
- 实际值或名义值:数据计入了物价变动的影响(工业增加值)还是没有计入(薪资数据)?

中文链接:在哪里可以找到网上发布的中文数据信息?

英文链接:在哪里可以找到网上发布的英文版数据?

发布时间:数据什么时候可以公布?

发布频率:按日、按周、按月、按季还是按年?

数据来源:数据由谁编制? 国家统计局,中国央行,中国物流与采购联合会,香港金管局,美国劳工统计局(US Bureau of Labor Statistics)还是其他机构?

是否修正:有些数据会进行修正(GDP 数据),有些则不会(其他大部分数据)。

为什么重要:市场为什么会关注? 它反映了中国经济哪些方面的问题?

编制方法:数据来源以及编制方法。我们有没有理由(政治原因或技术因素)怀疑数据的准确性?

解读数据:数据格式、重点信息及解读方式。如果数据是以表格形式发布,读者就会看到相关表格,重点信息会用阿拉伯数字依次标注出来,后文还会有相应的详细解释。有些表格的信息容量很大,因此本书会隐去不重要的信息。以中国进口数据为例(见第五章表 5.4),表中列出了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原油及铁矿石进口信息,但像杀虫剂及其他无关紧要的进口商品就会从表中隐去。略去的部分会以[…]的形式标注。

市场影响:数据会对股市、大宗商品及外汇市场产生何种影响?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

产　值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内生产总值(GDP)

市场敏感度:高

指标含义:反映中国经济规模和增速的季度及年度数据,同时公布名义值(单位:亿元)和实际增速(同比和环比)。

中文链接:www. stats. gov. cn

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:每个季度第一个月的 15 日发布上一季度数据,每年的 1 月 20 日前后上午 10:00 发布上年数据。

发布频率:按季

数据来源:国家统计局

是否修正:随着信息越来越完备,国家统计局每年都会修正上年发布的年度及季度数据初值;此外,中国每五年开展一次经济普查,对历史数据的重大修正会在经济普查结束后进行。

为什么重要

GDP 数据非常重要,它是考察中国经济状况的最完备的指标,也是衡量政府政策成败的尺度。与其他数据相比,该项数据更是世界了解中国的窗口。改革开放三十年来,中国经济以年均近 10% 的同比增速突飞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

猛进，中国从一个落后的农业国家崛起为全球经济大国。由于中国经济规模先后超越英、法、德三国，随后又超越日本跃居世界第二，中国领导人开始在国际舞台上崭露头角，广泛参与从哥本哈根气候峰会到华盛顿国际金融体系改革等一系列全球重大事件。与1978年相比，中国GDP的规模已增长数倍，当年身穿中山装、吃了上顿没下顿的农业人口，如今已转变为让世界零售商垂涎的13亿消费人口。随着中国工业从当年大炼钢铁的废墟中崛起，中国已跃居为世界最大的铁矿石消费国和钢铁产国。

在金融危机爆发前，中国经济连续十个季度实现两位数增长。这种增长是以失衡为代价的，投资和出口延续往日的强劲风格，内需则是华而不实、外强中干，尚不具备带动经济增长的能力。但许多投资者对中国经济的了解仅限于季度GDP数据所体现的增幅。金融危机之后，由于投资回报越来越少，许多美国消费者因为无力偿还信用卡债务而缩紧银根，中国消费者则宁可储蓄也不愿消费，因此，中国经济高达两位数的增幅或许很快会成为昨日旧梦。目前市场关注的焦点，是中国经济放缓的程度和速度，以及经济放缓对股市、大宗商品及外汇市场的影响。虽然经济增速高达两位数的狂热年代已经结束，但中国GDP数据仍是外界关注的焦点，投资者可以据此判断中国能否实现可持续发展。

1998年GDP数据备受争议

尽管中国GDP数据备受关注——也许这恰恰正是原因所在——数据也引起普遍争议。中国GDP数据问世以来经历了不少波澜，有两起事件可以说明国家统计局在计算GDP时所面临的制度性及技术性挑战。

首先，1998年，亚洲金融危机导致亚洲经济陷入停滞。由于中国尚未开放资本账户，因此中国经济没有像泰国、印尼及韩国等亚洲近邻那样受到投机活动的冲击。但主要贸易伙伴都已陷入衰退，中国也不可能免受亚洲金融危机的影响。中国的能源消费量增幅、航空业客运量及进口增速均有所下降，说明中国经济的增长势头已显著放缓。但即便中国经济果真在滑向衰退，我们从国家统计局发布的数据中一点儿也看不出来。1998年的官方数据显示，中国GDP增长7.8%，仅略低于1997年8.8%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的增幅，与中国政府相信的维护社会稳定所需的最低增速8%也仅有咫尺之遥。因此，1998年的GDP数据引起极大争议。有的经济学家极力为国家统计局的计算方法辩解，但更多学者则对官方数据提出批评，并拿出自己的估算数据。美国匹兹堡大学（University of Pittsburgh）的Thomas Rawski教授就是一个代表人物。他认为，官方发布的1998年GDP数据与事实不符，当年中国的能源消费量、航空业客运量及钢铁、水泥等重要产品的产量增速均在放缓，因此1998年的GDP增速可能在正负2%之间。日本一桥大学（Hitotsubashi University）的Harry Wu教授和已故Angus Maddison教授也提出了严厉的批评意见，根据他们以工业产值指数为基础进行的估算，1998年中国GDP仅增长0.3%（Harry Wu的最新研究结果为当年中国GDP萎缩0.1%）。两位对1992年以来中国GDP增速的估算详见图2.1。香港科技大学的Carsten Holz教授则旗帜鲜明地提出了另一种观点，他认为，考虑到中国经济的庞大规模以及瞬息万变的经济形势，要想准确计算GDP数据的确存在很大的难度，但要想找出官方数据的系统性漏洞或是另行计算出令人信服的GDP数据也并非易事。

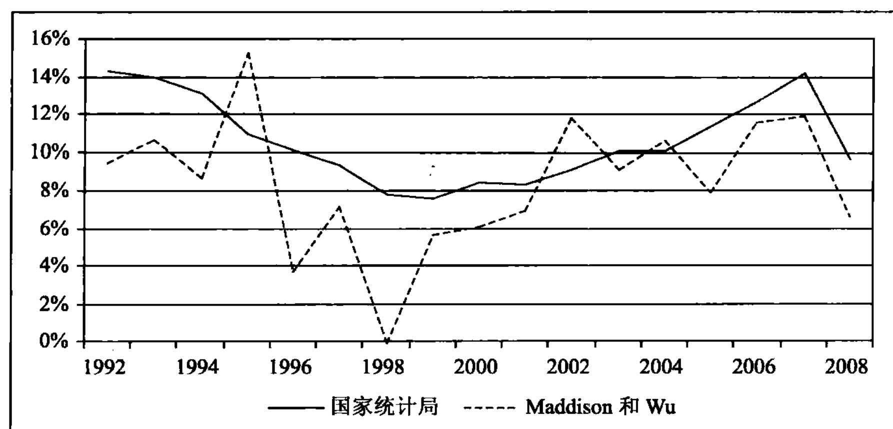


图2.1 GDP增幅：国家统计局数据和Maddison及Wu两位学者的估值对比

数据来源：国家统计局，Maddison和Wu

中国政府认为1998年GDP数据并不存在问题。2004年经济普查之后中国对GDP历史数据作了修正，唯一没有修正的就是1998年数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但即使是在中国国内,数据也遭到了质疑。从官方媒体发表的讲话内容及文章来看,国内舆论对地方官员的盲目热情大加指责。一方面是中国经济深陷危机的现状,另一方面却是确保经济增速达到8%才能保住的政治前途:两相权衡,地方官员开始肆意虚报产值数据。朱镕基总理就曾表示,统计系统的粉饰和造假风气非常严重。随后几年,统计系统对地方统计部门的控制能力有所提高,更多的数据都是直接上报给国家统计局(这就避免了地方官员的粉饰),同时有关部门也加大对地方数据准确性的调查和审查力度。在经过审查和权衡之后,国家机构发布的数据就可以免受地方官员注水的影响。但地方政府、特别是落后省份发布的 GDP 数据仍然缺乏可信度。

热火朝天的服务业备受冷落

地方官员不诚实并不是中国官方 GDP 数据面临的最大问题,国家统计局也并不是回回出错。多年来,中国 GDP 数据的统计过程并不顺畅,中国经济的庞大规模和复杂程度也会令统计人员无所适从,因此官方数据有时也会低估中国经济的实际规模。由此引出了我们要说的第二起事件。2004 年,中国开展了经济普查,政府希望从中可以了解国民经济变化最快的一个行业:服务业。在经济领域,服务业的地位固然重要,但却一直不受重视。普查时,大量统计人员实地前往路边餐馆、外语学校及 IT 服务中心等场所,通过他们采集的数据,国家统计局对服务业总产值有了更为准确的评估。结果,2004 年中国 GDP 被向上修正高达 2.3 万亿元,修正后中国经济规模扩大了 16.8%。那么每年的例行统计工作何以会忽略如此庞大的经济产值?部分原因在于,服务业是由无数个小企业及无照经营网店组成。中国工业部门基本上是由现代化的大企业主导,尽管跟踪记录工业产值数据存在难度,但相比之下,统计服务业数据面临的挑战更大。以美发行业为例,中国近百万家地方理发店中,有一半没有会计账本,有账本的也是遮遮掩掩。但这还不是问题的全部。

国家统计局目前在计算 GDP 时依据的是联合国认可的《国民经济核算体系》(System of National Accounts)。但在改革开放初期借鉴的却是苏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

联的物质产品平衡体系(Material Product System)。可以想象,苏联的这套体系更适用于衡量物质产品产值(例如计划经济体系比较重视的钢铁及水泥产量),但却无法有效衡量服务业的无形产值。老体系中的一些漏洞延续到了新体系,这也是国家统计局漏计高额服务业产值的另一个原因。在经历了2004年经济普查的尴尬局面后,国家统计局开始下决心克服服务业统计缺陷。新的服务业领域(经济普查之前漏计的产值大部分都来自这些领域)开始被纳入年度调查的范围之内。但由于服务业的发展日新月异,对中国统计人员来说,计算服务业产值仍是一大挑战。2009年的新一轮经济普查显示,中国GDP再次漏计1.3万亿元,中国经济的规模又在原有统计结果的基础上扩大了4.4%。被漏计的产值大部分还是来自服务业。与2004年GDP漏计16.8%相比,2009年的漏计程度已显著降低,国家统计局对服务业产值的计算水平正在提高。但在中国国民经济核算体系中,低估服务业产值仍是最严重的技术性问题。

一方面是政治压力,另一方面又是技术缺陷:中国的GDP数据面临各个层面的考验。2009年年初,中国政府公开承诺要确保当年经济8%的增速,而中国经济却徘徊在困境边缘,因此,外界担心国家统计局会迫于压力对数据动手脚也就不足为怪。但国家统计局却成功完成了当年的统计任务,这让许多评论人士大跌眼镜。官方GDP数据显示,2008年下半年,中国经济显著放缓,放缓程度为逾十年来的最高水平,2009年第一季度中国经济开始触底,之后在第二季度迅速反弹,反弹势头一直持续到下半年。这种发展趋势与零售额、固定资产投资及出口数据所反映出的V形反转完全吻合。而在1998年,尽管官方数据显示当年GDP强劲增长,但和航空业客运量、能源消费量及水泥和钢铁产值所反映的状况不符,因此难免让人生疑。但在2009年,官方GDP数据完全符合航空业客运量及水泥和钢铁产值等指标所反映的状况。唯一有些异常的是,发电量的反弹速度较慢。但国家统计局对此作出解释,称部分高用电行业复苏速度较慢,所以数据才会有些偏差,这种解释也似乎说得过去。如果国家统计局对2009年的GDP数据动了手脚,那也就意味着他们也对当年的所有其他数据动了手脚,但这几乎无法做到。针对外界对于GDP数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核算面临政治干预的质疑，国家统计局从未作过正面回应，而且，就算没有政治干预，对于中国这样一个规模庞大且瞬息万变的经济体而言，要想准确衡量经济规模和增长速度仍是一大挑战。和1998年的数据失真事件不同，国家统计局在2009年的表现让人称道。

编制方法

GDP核算有支出法、收入法、生产法三种方法。支出法与宏观经济学理论中的算法类似，依据居民消费支出、资本形成总额、政府消费支出及净出口等四部分之和来计算。这也是美国核算GDP的基本方法。收入法是计算劳动者报酬、营业盈余、生产税净额和固定资产折旧之和。生产法是将所有经济部门生产过程中所得到的新增价值相加得出。

国家统计局每个季度都会发布根据生产法计算出的GDP数据。年度数据则会以生产法计算得出的数据为主，但同时也会发布根据支出法计算出的数据。

年度数据——生产法

国家统计局在用生产法计算年度GDP时会将国民经济划分为94个行业，每个行业的数据收集和核算方法都有所不同，但基本上有三种方法：

- 对于基础资料足够充分的51个行业采用直接计算的方法得到增加值。这51个行业包括工业、农业、金融业等对GDP贡献程度较高的重点行业，相当于GDP的60%。
- 有32个行业的数据只能通过子行业的产值获得，因此在实际核算过程中会计算子行业的增加值，再根据上次经济普查中子行业占整个行业的比重来进行推算。也就是说，如果普查结果显示，子行业占整个行业的比重为30%，那就假定当年的比重仍为30%。零售业、建筑业及其他行业都是采用这种推算方法，这些行业占GDP的比例总计为35%。
- 有11个行业的年度数据不够完备，因此国家统计局会根据经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普查数据及相关指标增速(应与行业增速同步)来进行估算。与其他两种方法相比,这种方法的结果显然不太完满,但由于这 11 个行业仅占 GDP 的 5%,整体数据受到的影响也非常有限。

与前几年相比,将国民经济划分为 94 个行业的做法已是相当大的进步。在 2004 年经济普查之前,国家统计局仅把国民经济划分为 16 个行业(这也是统计人员漏计大量服务业产值的原因之一)。但考虑到大部分发达经济体在核算 GDP 时会把国民经济划分为 200 个行业(平均水平),中国还有很长的路要走。

季度数据

编制季度数据的时间比较紧迫,这就意味着国家统计局只会对国民经济进行粗略的划分,所依据的原始数据也不够详备。季度 GDP 按照 17 个行业分别核算,对指标推算法的运用频率也高于年度数据。

- 17 个行业中有 14 个行业是采用相关指标推算法,即依据走势与行业走势相符的相关指标进行推算。具体做法是,将该行业上年同期的增加值乘以与该行业一年来走势相符的指标。这 14 个行业包括房地产、零售、交通运输和金融。

- 另外 3 个行业(工业、农业和建筑业)采用增加值率法,即将当期总产值乘以上年同期增加值占总产值的比率。

由于国民经济划分较为粗略,原始数据也不够详备,因此季度数据出现误差的可能性要高于年度数据。国家统计局一般不会修正季度数据,但一旦修正就是大幅修正。2010 年,国家统计局将 2009 年四个季度的 GDP 同比增速分别从 6.1%、7.9%、9.1% 和 10.7% 修正至 6.6%、8.2%、9.7% 和 11.4%。这就导致当年的经济形势也出现了变化,也就是说,在经济出现下滑的季度,实际下滑幅度没有预想的严重;而在经济出现复苏的季度,复苏速度也比预想的更快。

支出法

用支出法核算 GDP,国家统计局需要掌握居民和政府消费支出、资本形成总额、库存变化及净出口等几方面数据:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 居民消费支出:基本数据来自国家统计局对城市和农村居民的调查。中国经济改革研究基金会王小鲁教授近期也开展了独立调查,他的调查结果引起了外界对中国富人阶层收入和支出数据准确性的质疑。由于中国富人阶层往往会隐瞒相当一部分收入,国家统计局依据支出法核算出的 GDP 数据也可能会低估 GDP 实际规模。

● 政府消费支出:这部分数据是由财政部提供。

● 资本形成总额:该项数据是以国家统计局的固定资产投资调查及国土资源部的数据为基础。关键区别在于,固定资产投资是总额,资本形成总额则是净值。

● 库存变化:统计库存变化费时费力,不仅中国如此,世界其他地方也是一样。某些年份的库存数据会出现大起大落,这说明国家统计局是将该项指标当成调节支出法和生产法数据差异的工具。但近年来,该项指标的表现开始越来越合理。相关数据是从国家统计局对工业、零售额及建筑业的调查中收集而来。

● 净出口:这项数据是将海关及外管局的数据汇总所得。

按现价计算

按现价核算后,国家统计局可以得到名义 GDP。但最重要的问题是 GDP 到底增长了多少。为了解这个问题,国家统计局会从名义 GDP 中剔除通货膨胀的影响,并按照不变价算出一个 GDP,也就是实际 GDP。在核算实际 GDP 时,国家统计局会对不同的行业采取不同的物价平减指数,包括 CPI、PPI、零售价格指数、固定资产价格变动指数等。也有可能只运用一项物价平减指数,即所谓的 GDP 平减指数。美国会对外公布 GDP 平减指数,它是了解美国物价压力的重要指标。中国国家统计局不对外公布 GDP 数据的物价平减指数。

初值、修正值、终值

按生产法核算的 GDP 数据要经过三个步骤。初值通常会在第二年的 1 月 20 日发布。尽管初值最受关注,但它所依据的信息不够完备,随着原始数据的扩充,很有可能会作大幅修正。随着信息逐渐完备,包括会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计信息的完备及若干新增部门样本调查结果，国家统计局在年底前会准备发布更完整的修正值数据。等所有信息完备后，国家统计局会在来年年中发布终值数据。尽管市场不太关注修正后的数据，但有时修正幅度相当大。2007 年的 GDP 增幅就从初值的 11.4% 修正至终值的 13.0%。2008 年和 2009 年的 GDP 增幅也作了修正，虽然修正幅度比 2007 年小，但也很显著。国家统计局也会依据五年一次的经济普查结果来修正历史数据。以前对历史数据的修正非常显著，像之前提到的，在发现漏计服务业产值后，2004 年 GDP 修正后扩大了 16.8%。但随着国家统计局年度数据采集工作的完善，依据经济普查结果大幅修正历史数据的可能性也在降低。

解读数据

表 2.1 国内生产总值(2011 年第一季度)

	项目	绝对额(亿元)	比去年同期增长(%) 1▼
	国内生产总值	96311	9.7
2▶	第一产业	5980	3.5
	第二产业	46788	11.1
	第三产业	43543	9.1

数据来源：国家统计局

尽管市场的关注焦点全部集中在 GDP 数据上，尽管数据的可靠性和准确性引起外界很大的争议，但中国实际发布的季度数据还是令人失望。习惯了美国、欧洲及多数亚洲和新兴市场经济体 GDP 数据所提供的详尽信息，再来看中国的数据，投资者会立刻发现，数据提供的信息少得可怜。美国发布的季度 GDP 数据密密麻麻地足有 13 张纸，包括超过 50 个行业对 GDP 的贡献率。尽管国家统计局在核算年度 GDP 数据时会将国民经济划分为 94 个部门，在核算季度数据时会划分为 17 个部门，但实际发布的季度 GDP 数据明细只有三大类，这种划分不仅用处不大，信息量也只够填满一张邮票而已。以下是需要关注的重点信息：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 在 2011 年以前，数据中最重要的信息是同比增幅，这部分数据是以实际值计算。投资者已对中国经济高达两位数的增幅习以为常。今后市场需要适应中国经济大幅降至单位数增幅的状况，甚至降至 8% 以下也有可能，尽管长期以来中国政府将经济增长目标一直设定在 8%。

那么为什么偏偏要把经济增长目标设在 8%？一种观点认为，这和邓小平作出的承诺有关，邓小平希望，1980 年至 2000 年中国经济规模实现翻两番的目标。另一种观点认为，经济增长和就业之间的关系才是主要原因。上世纪 90 年代及本世纪初的几年，中国每年有数百万年轻人进入就业市场，同时大量国有企业下岗职工也需要再就业，因此，中国政府通过计算得出，经济增速只有保持在 8% 以上才能创造足够的就业岗位，达到维护社会稳定的目的。

那么如果中国经济增速低于 8% 又会怎样？可能也不会怎样。邓小平提出的目标早已实现，中国就业市场也在不断变化，经济增速下降可能不会像所有人想象的那样带来就业难题。人口红利早已耗尽，国有企业改革也已成为过去。每年进入就业市场的年轻人开始减少，退休人员则开始增加，因此，每年新增数百万个就业岗位的迫切程度也大大降低。中国经济结构的调整也会起到一定的作用。目前的经济结构仍然偏重重工业，而重工业固然可以创造大量产值，但却不会创造大量工作岗位。如果政府成功实现经济增长模式从重工业向劳动密集型的服务业转变，中国经济增速降至 8% 以下的过程也会更加平缓。

除了定期发布 GDP 同比数据之外，国家统计局从 2011 年第一季度起开始公布经季节性因素调整后的 GDP 环比数据。这表明中国的 GDP 数据又向前迈出了重要的一步。美国等其他主要经济体通常借助经季节性因素调整后、按年率计算的环比 GDP 数据来作为核算 GDP 增速的基准。采用同样的方法后，中国的 GDP 数据可以进一步和国际接轨。经季节性因素调整后、按年率计算的环比 GDP 数据听起来有点绕，但其含义却非常简洁明了。“环比”就是拿本季度的产值和上一季度的产值作比较（同比就是和上年同期做比较）。“经季节性因素调整后”，就是说统计人员已根据可能影响产值的季节性因素（如工作天数的变化）对数据作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了调整。“按年率计算”就是假定当前的增长速度可以持续，根据一个复合增长公式将环比增速折算成全年增速。

2011 年第一季度，按新方法计算后的数据显示，当季 GDP 环比增长 2.1%，折合成年率增长 8.7%，使用旧方法计算出的同比增速为 9.7%。两项指标之间的差异很值得注意，说明中国经济当前的增长动能要弱于同比数据所显示的增长势头。与同比数据相比，环比数据的波动幅度更大，所以每个季度的增长速度有高峰也有低谷。国家统计局只公布了 2011 年第一季度的环比数据，所以不会引起争议。但如果同时公布历史数据，外界或许可以从中看出，受经济危机影响，中国经济增速在 2008 年第四季度严重下滑。此外，中国央行也会按季公布宏观经济报告，由该行发布的按年率计算的环比数据显示，2008 年第四季度中国经济增速触及 3.7% 的低谷，之后又在 2009 年第一季度强劲反弹至 6.4%，第二季度增速达到 14.9%。国家统计局发布的同比数据则显示，中国经济在 2009 年第一季度触及 6.6% 的低谷，随后几个季度也只出现了缓慢复苏。

对市场和决策者来说，同比和环比数据所呈现出的差异具有非常深远的意义。同比数据表明中国经济在稳步高速增长，市场基本上会据此判断中国市场的投资潜力。而从环比数据来看，中国的经济增长速度时高时低，说明中国经济正在过热和过冷之间剧烈摆动，不知道这项指标会不会影响市场投资者对中国市场的信心。环比数据出台后，今后市场不仅要适应经济增速放缓的事实，还要适应经济波动幅度加剧的事实。决策者则应该关注环比数据所反映出的中国经济当前的增长动能。中国政府推出的经济刺激措施一直实施到 2010 年，政府的理由是，经济复苏的步伐还不够稳定。而环比数据则显示，中国经济自 2009 年第二季度起已开始强劲反弹，因此政府长期推行宽松信贷政策的做法也值得商榷。

2. 中国发布的 GDP 数据还包括按三大行业细分的名义和实际 GDP 同比增幅。第一产业是指农业，第二产业包括矿业、重工业、制造业和公共事业。第三产业是指服务业。改革开放以来，第一产业占 GDP 的比重日益萎缩，从 1979 年的逾 30% 降至 2010 年的约 10%。第二和第三产业的产值比例相当，分别为 48% 和 42%。未来数年中国经济面临的一项重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大挑战，就是要逐步减轻对重工业的依赖，让服务业在推动经济增长方面发挥更大的作用。这也就意味着第三产业的增速会进一步加快。

数据中更有意义的部分是消费、投资及进出口对 GDP 的贡献率。国家统计局有时会在发布生产法数据的同时，也发布对支出法季度数据明细的估算数据。但由于按支出法计算的季度数据仍在编制过程中，因此最终明细数据只有在发布年度数据时才会敲定。**按支出法计算的数据非常有助于了解中国经济的结构失衡状况。**数据显示，从 2000 年到 2009 年，居民消费支出占 GDP 的比例从 46% 降至 35%，资本形成总额所占的比例从 35% 升至 47%。尽管中国政府一再强调要通过拉动内需来恢复经济平衡，但数据表明，中国经济结构失衡反而还在加剧。

市场影响

股市：季度 GDP 数据所反映的中国经济形势最全面。但也正因为全面，所以才缺乏时效性。对于投资者而言，要想随时了解中国经济形势，贸易、投资、零售额及工业增加值等月度数据的参考价值更大。市场可以根据月度数据作出对 GDP 增速的预期，而且，GDP 数据常常会在正式公布前流入市场，如果实际数据与预期和传言相符，那么对市场的影响也往往会非常小。

此外，考虑到决策层对 GDP 的重视程度，投资者还要考虑政府可能作出的反应。如果 GDP 强劲增长，那就说明经济运行良好，这对股市来说应该是个利好，反之则是利空。但从另一方面来看，GDP 增势疲弱也说明政府有可能推出经济刺激措施，数据表现强劲则可能预示经济刺激措施可能已是强弩之末。市场对政府反应的预期，以及数据本身，都是影响股市的决定性因素。

大宗商品市场：一方面中国缺乏某些资源，另一方面，中国的增长模式又属于资源密集型。因此，如果 GDP 强劲增长，那显然会利好大宗商品市场。随着中国经济增长模式逐步从投资驱动型向消费拉动型转变，GDP 增速和大宗商品需求之间的联动关系可能会被打破。但恢复经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平衡是个漫长的过程,因此中国市场的石油和铁矿石需求还有很大的上升空间。

外汇市场:中国政府在人民币升值速度问题上的最大顾虑,就是人民币升值对国内经济增长及就业的影响。如果 GDP 强劲增长,也就意味着政府可以允许人民币升值步伐略微加快;如果 GDP 增长缓慢,人民币的升值速度也会大幅放缓。从 2005 年到 2008 年,人民币一直在不断升值,期间中国经济增速一直保持在两位数水平。从 2008 年 8 月至 2010 年 6 月,人民币升势中断,期间,中国经济严重放缓,放缓程度为逾十年来的最高水平。中国经济强劲增长也有利于世界经济,特别是澳大利亚及韩国、新加坡等亚洲国家的大宗商品出口商。由于中国没有开放资本账户,外汇市场通常会将澳元、韩元及新加坡元视做人民币的替代品,通过押注这些货币来对中国的 GDP 数据作出反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工业增加值

市场敏感度：高

指标含义：工业增加值报告，按所有制、行业及产品划分，包括当月数据、自年初累计数据、实际值、环比增幅及同比增幅。

中文链接：www. stats. gov. cn

英文链接：www. stats. gov. cn/english/

发布时间：每月 11 日上午 10 点发布上月数据。3 月、6 月、9 月和 12 月的数据顺延，与季度 GDP 数据同时发布。

发布频率：按月发布，1 月和 2 月的数据同时发布。

数据来源：国家统计局

是否修正：无

为什么重要

中国是个工业大国。尽管政府一直在强调要引导经济增长模式从制造业向服务业转变，从而恢复经济平衡，但现在制造业和重工业在 GDP 中的比例要比十年前还高。钢铁、水泥、铝材加工、纺织、手机及汽车制造等行业仍是带动中国经济增长的主要驱动引擎。工业增加值在 GDP 中的比例高达 50%。工业和制造业的就业人数超过 2.1 亿，相当于总就业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人口的27%。工业增加值数据可以让市场迅速了解工业和制造业当月的动态。在所有反映中国经济整体状况的月度数据中，这是最有价值也是最为市场关注的一项。

编制方法

由于中国经济增长迅速，同时长期以来地方政府上报的数据质量也令人担忧，中国的工业增加值数据也存在一些问题。

样本规模不断扩大膨胀

中国工业部门增长迅速，因此很难长期采用固定不变的核算方法。1994 年，中国村及以上级别的企业仅有 460000 家。从 1994 年到 1997 年，最初的工业增加值统计方式会覆盖所有企业。从 1998 年起，国家统计局的调查范围只包括国有企业和营业收入每年超过 500 万元的私营企业。2007 年以后，对国有企业的调查范围也缩小到每年营业收入超过 500 万元的企业。但尽管如此，样本规模仍在不断膨胀，从 1998 年的 160000 家企业扩大到 2009 年的 430000 家企业。国家统计局开始觉得样本大而无当。由于一小部分大型企业的产值占了工业增加值的大头，同时大量小企业的数据既不可靠，采集起来成本也更高，因此国家统计局决定，从 2011 年起，调查范围只包括每年营业收入超过 2000 万元的企业。

对于满足这一条件的企业，国家统计局会采用两种不同的数据采集方法。规模最大的 40000 家企业（其产值约占工业增加值总额的逾 60%）要向国家统计局直接上报原始数据。地方统计部门负责采集其他企业的原始数据，然后再逐级上报上级主管部门。以前，中国经济数据最容易出现问题的环节就是地方官员虚报地方工业产值。大型企业直接上报数据就可以省去中间环节，从而降低地方政府虚报产值并导致数据失真的概率。但地方统计部门仍在参与数据采集，这就意味着省级政府仍有可能粉饰数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么停止发布名义工业增加值

在2006年年底之前,国家统计局一直在同时发布工业增加值实际增幅和名义值。例如,2006年8月,国家统计局发布的数据显示,当月工业增加值总计7355.5亿元,较上年同期增长15.7%。从2006年年末起,国家统计局开始只发布实际增幅数据。此举让外界颇感惊讶,也引起了不少猜测。其中最有说服力的解释是,国家统计局认为,地方统计部门上报的产值数据有所夸大,因此决定向下修正数据。为避免出现这种名义值与实际增幅不符的情况,国家统计局决定不再发布工业增加值名义值。

2006年和2007年的数据说明,上述解释还是有一定的道理的。营业收入超过500万元的企业在工业增加值中的比重通常为85%左右。据 Carsten Holz 教授计算,2006年,这部分企业的产值在工业增加值总额中的比重竟然高达99.7%。而在2007年,比重居然高达109.3%,简直让人不可思议。要么就是营业收入低于500万元的企业出现了负增长,要么就是国家统计局对数据进行了向下修正。

工业增加值实际值

要想得出工业增加值估值,就要从最终产值中减去中间环节生产资料的产值。以钢铁行业为例。要计算一家钢铁厂的工业增加值,生产中投入的铁矿石及焦煤成本必须从钢铁产值中刨去。计算过程相当长,因此国家统计局在统计月度数据时会牺牲一些精确度,用当月总产值乘以上年同期增加值占总产值的比例,得出当月工业增加值。由于存在时间限制,采用这种方法也合情合理。但增加值在产值中所占的比重每年都不一样,因此计算过程中难免会出现一定程度的偏差。

最后一步是从名义增速得出实际增速。国家统计局会使用PPI作为物价平减指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 2.2 工业增加值(2010 年 7 月)

	指标	7 月		1—7 月	
		绝对额	本月	绝对额	累计
1▶	总计		13.4		17
2▶	按行业划分				
	纺织业		11.1		11.6
	化学原料及化学制品制造业		13.7		17.6
	非金属矿物制品业		18.5		20.7
	通用设备制造业		21		21.5
	交通运输设备制造业		15.9		27.1
	电气机械及器材制造业		18.9		18.5
	通信设备、计算机及其他电子设备制造业		13.8		19.3
	电力、热力的生产和供应业		10.4		13.8
	黑色金属冶炼及压延加工业		6		15.8
3▶	按产品划分				
	天然原油(万吨)	1722	6.4	11570	5.3
4▶	发电量(亿千瓦)	3776	11.5	23478	17.9
	生铁(万吨)	4758	-1.9	35197	14.4
	粗钢(万吨)	5174	2.2	37548	18.2
	钢材(万吨)	6767	9.7	46587	23.1
	水泥(万吨)	16492	16.6	100904	17.4
	汽车(万辆)	134.2	17.1	1045	42.3
	其中:轿车	67.7	9.7	527.8	40.1

数据来源:国家统计局

1. 市场关注的焦点是当月工业增加值的同比增幅。工业增加值与GDP 不同,但它也是可以用来评估经济形势的综合性月度数据,因此被市场视做考察整体经济增长形势的一项替代性指标。工业增加值备受关注还有一个原因,即三大产业中工业对市场需求或政策环境变化的敏感度最高。农业产值容易受到洪灾及旱情等天气因素的影响。服务性行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的产值不受经济周期的影响。但国外需求、利率及汇率都会对工业部门造成显著影响。随着外部环境的变化，工厂可以在短短几周逐渐减产直至停产，也可以将开工率从 50% 提高到 100%。因此，与零售额等数据相比，工业增加值对经济形势的变化更加敏感。2011 年年初，除了发布同比数据之外，国家统计局也开始发布经季节性因素调整后的工业增加值环比增幅。环比增幅可以帮助市场更好地了解当月的经济增长动能。

2. 国家统计局还提供了几大工业部门的产值增速明细：

- 纺织业为中国跻身国际舞台立下了汗马功劳。珠三角的纺织企业在中国工业总产值中的比重已从 2001 年的 5.9% 降至 2009 年的 4.2%，而且在南亚诸国低成本竞争的威胁下，这一比例还会进一步下降。但中国纺织行业就业人数还是高于计算机和手机行业的总和。尽管纺织业生产活动放缓可能不会立刻引起市场关注，但如果行业增速放缓导致企业倒闭并滋生失业问题，可能也会引起决策层的重视。

- 中国制造商也许还没有掌握最先进的手机及计算机技术，但中国企业的组装能力却是游刃有余。中国是世界最大的手机及计算机生产国，台湾的富士康(Foxconn)等企业名列前茅。电信、计算机及电子设备产值约占工业总产值的 8%，这几个部门的规模最大、发展最快。

- 本土汽车品牌是一个国家在世界舞台上最好的名片。就在十年前，奇瑞(Chery)、比亚迪(BYD)、吉利(Geely)还都只是企业家美好的设想，但现在这些品牌不仅在中国市场占有一席之地，同时也打入了全球市场。丰田(Toyota)、本田(Honda)、大众(Vokswagen)等外国品牌纷纷在中国设立大型生产基地。交通设备在中国工业总产值中约占 7%。

3. 除了提供行业明细数据，国家统计局还提供了八大产品的产量数据，其中投资者特别关注的是钢铁和水泥产量：

- 2010 年中国钢铁年产能超过 7 亿吨，并且仍在扩充，中国已成为世界最大钢铁产国。但由于国内需求每年不到 6 亿吨，钢铁行业产能严重过剩。钢铁行业产值增加对澳大利亚和巴西的铁矿石供应商来说或许是好消息，但对国外钢铁制造商来说却未必，因为中国钢铁生产过剩会冲击全球市场并压低钢铁价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 由于建筑业和房地产业支撑着中国经济的终极需求，市场会密切关注水泥生产动态，将其作为考察建筑业周期的领先指标。2008 年金融危机爆发前，早在整体工业增加值下降之前，水泥和钢铁产值就已经开始下降，降幅也更加明显。

单类产品的产量增速通常会低于整体工业增加值的增速，这一点有些奇怪。在表 2.2 中，只有水泥和汽车生产的步伐高于整体工业增加值增速，钢铁及石油等大部分商品的产量增速都相当缓慢。一些分析人士认为，这正表明中国夸大了工业增加值增速。但这种解释正是一种无知的表现。首先，原始产量数据并没有计入质量的变化，如果中国的汽车生产商增加豪华车产量，那么这种生产上的变化会反映到工业增加值数据中，但在产量数据中却无法体现。其次，单类产品数据所涉及的产品都是些发展比较成熟的工业产品，所以产量增速难免会低于平均水平。机械及电子产品是推动工业增加值增长的主要动力，这些行业的工厂总是开足了马力加速生产，而生铁及水泥等行业则因为设备老化及污染问题而受到政府的限制。

4. 发电量是中国经济数据中具有特殊意义的一项指标。前文提到过，Thomas Rawksi 教授曾指出中国 1998 年 GDP 数据的异常之处，称发电量下降与 GDP 稳定增长二者之间存在冲突。从那以后，市场一直在密切关注中国的发电量数据。按照正常的逻辑，即使政府统计人员在数据中动了手脚，发电量却很难造假。因此，一旦发电量增幅与整体工业增加值增幅不一致，市场就会据此认为国家统计局的数据失真，而且，发电量数据常常会在工业增加值数据之前公布。

但我们从图 2.2 可以看出，工业增加值和发电量之间的联系有时并不是特别紧密：

● 2009 年，在工业增加值出现反弹后，发电量连续数月都是负增长。一些批评人士大喊数据失真。但国家统计局耐心解释道，发电量和工业增加值之所以会出现不一致，不是因为一个是真实数据，一个是注水数据，而是因为某些能源密集型行业（主要是金属加工）的复苏步伐明显落后于整体工业部门的复苏速度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 有些企业可以自行发电，并且所发电量没有入网，这也令情况更加复杂。如果电网满负荷运转，这些企业就会自行发电，而国家统计局发布的数据并没有计入这部分发电量。

● 居民用电也会影响到发电量数据。中国的电力需求约有 11% 来自居民需求，如果 8 月份天气异常炎热，那就意味着数百万家庭使用空调的时间会更长，因此不论当月工业增加值如何变化，发电量都会大幅上升。

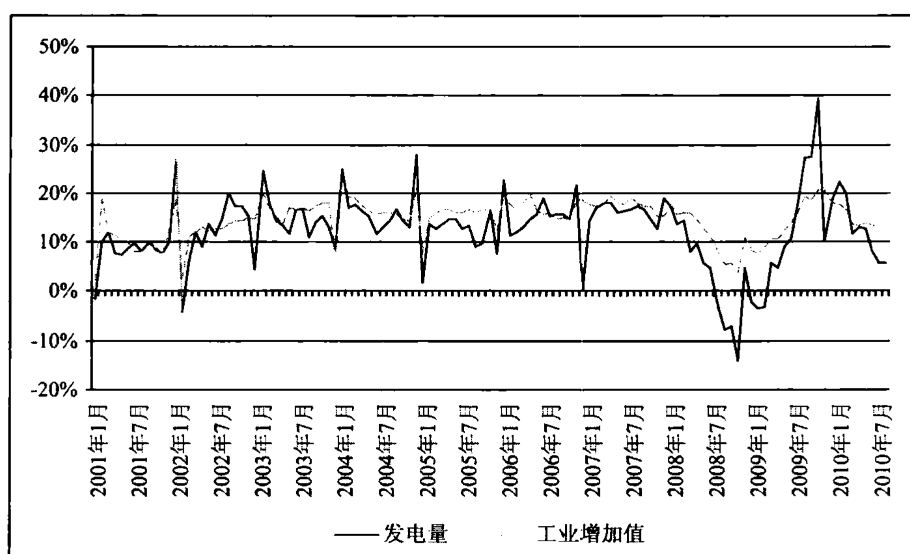


图 2.2 工业增加值和发电量对比（同比增幅）

数据来源：国家统计局

市场影响

股市：对股市来说，最重要的问题是，工业增加值的变化是否符合市场预期。中国物流与采购联合会与汇丰银行联合发布的 PMI 都有助于我们预测工业产值的变动。如果国家统计局发布的数据与 PMI 数据所反映的市场预期一致，那么市场可能早已对这种预期作出了反应。如果数据与预期不符，那么不论是好于预期，还是逊于预期，股市投资者都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作出剧烈反应。

大宗商品市场：中国70%的能源需求都是来自工业领域。中国钢铁企业需要澳大利亚及巴西源源不断地向其输送铁矿石。电子设备及汽车生产需要铜丝。所以不难看出为何工业增加值强劲增长会利好大宗商品市场。但由于中国是钢铁及铝生产大国，随着过剩产能流入全球市场，部分产品产量过高也会压低全球市场价格。

外汇市场：对中国决策层来说，工业增加值强劲增长是经济增长和就业势头良好的信号，也就是说，人民币升值的空间会更大。此外，受益于人民币升值概念的资产，以及澳元、新加坡元及韩元等受益于中国因素的货币，也会得到提振。但由于PMI数据可以预测中国经济的发展方向，因此除非工业增加值数据出现意料之外的变化，否则不会对外汇市场造成重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

财政收支

市场敏感度:低

指标含义:政府月度收支报告,包括名义值(单位为亿元)和同比增幅。

中文链接:www. mof. gov. cn/

英文链接:无

发布时间:每月 12 日前后发布上月数据。

发布频率:按月,1 月和 2 月的数据有时会同时发布。

数据来源:中国财政部

是否修正:无

为什么重要

说到金融危机爆发后中国政府的反应,市场现在可能只记得中国各大银行 2009 年新增贷款 9. 5 万亿元的盛况,但其实当时政府的第一反应却是通过财政政策。正是因为中国政府在 2008 年年底承诺投资 4 万亿元刺激经济,中国经济才能走出困境。中国政府于 11 月 9 日宣布推出经济刺激措施,第二天,上证综合指数飙升 7. 2%,恒生指数上涨 3. 5%,伦敦金属交易所(LME)铜期货大涨 3. 1%。不过这 4 万亿元是一次性投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入，财政数据的影响通常没有那么显著。但财政部发布的月度数据的确可以帮助我们了解政府部门对实体经济及金融业的影响，并为我们提供思考中国经济增长速度的另一种角度。长期来看，财政数据是了解中国政府结构性改革计划的一项重要工具，财政赤字或盈余也影响中国的债务规模。

编制方法

中国财政数据的统计框架是以 IMF 的《政府财政统计手册》(Government Finance Statistics Manual)为基础的。但采用国际通行的统计框架并不能保证财政数据一定不会出现问题。20 世纪 90 年代，中央政府一度试图扩大财政收入来源，由此导致地方政府表外收入及支出迅速上升。2009 年，地方政府融资平台贷款激增，这也令中国政府的财政状况进一步复杂化。由于地方政府的部分收支状况不在财政部监控范围之内，规模又相当大，财政部数据并不足以了解政府经济活动的全貌。

解读数据

赤字还是盈余?

月度财政数据为我们提供了一种追踪政府活动对经济影响程度的工具。如果支出超过收入，政府当月就会出现财政赤字，经济增长就会获得额外的刺激。2008 年年底，面对金融危机，中国政府承诺将通过积极的财政政策来扶持经济。2009 年，财政部预算案的赤字目标是 GDP 的 3%。2010 年，金融危机最艰难的时刻过去之后，赤字目标也跟着下调，但仍然占到 GDP 的 2.8%。但正如图 2.3 所示，2009 年和 2010 年，政府几乎每个月都会出现预算盈余。一年里头只有年底会出现大规模赤字，因为各单位意识到当年的预算没有花完，为避免所剩预算资金被财政部收回，各单位开始集中花钱。2009 年 1—9 月，政府预算盈余为 7150 亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。只有在 12 月,公共部门才回过神来,当月出现预算赤字 1.45 万亿元。

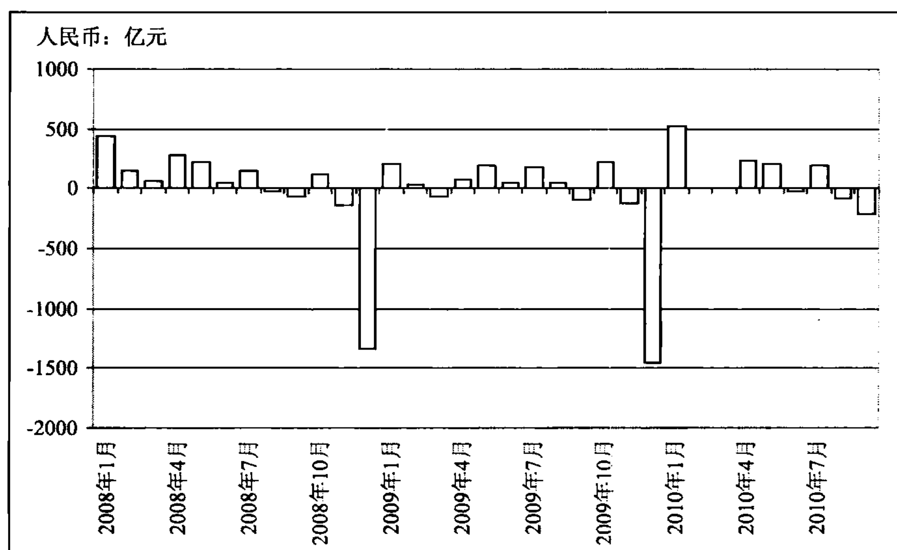


图 2.3 月度财政余额

数据来源:财政部,作者计算

各单位普遍会在年底大肆花钱。从 2008 年到 2010 年,12 月份的政府赤字平均超过 1 万亿元。如此大规模的花费集中在一个月进行,金融系统也会受到重大影响。各大部委通常会把财政拨款存在中国央行。到了年底,各单位通常会把账户上的钱花完。这些现金最终会转变为商业银行的新存款。银行赢利的手段就是发放贷款,手上多了 1 万亿元的额外存款,银行自然忍不住要贷出去。中国央行知道政府部门会在年底大肆花钱,为防止年底出现集中放贷,央行常常会上调商业银行的存款准备金率,迫使银行将所吸纳的多余现金作为准备金存放在央行,而不是对外发放贷款。

长期来看,赤字或盈余也会导致中国的国家债务相应增加或减少。中国的公共债务数据一向是个具有争议性的话题。如果财政部的数据可信,2010 年年底中央政府债务总计才不过 6.8 万亿元,仅相当于 GDP 的 17%。但这一数据严重低估了政府债务的规模。要想正确解读中国的公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共债务，还要考虑以下几个因素：

- 早在金融危机期间，地方政府债务就已初具规模。财政部财政科学研究所所长贾康认为，2008 年地方政府债务规模总计 4 万亿元。此外中国银监会称，地方政府在 2009 年和 2010 年的间接贷款规模为 7.7 万亿元，因此，截至 2010 年年底，地方政府债务总体规模约为 11.7 万亿元，相当于 2010 年 GDP 的 29%。
- 政府所购买的国家开发银行和其他政策银行所发债券总计 5.2 万亿元，相当于 GDP 的 13%。
- 20 世纪 90 年代，财政部为支付银行系统资本重组成本发行了债务，同时四大资产管理公司接手后尚有银行坏账仍未消化，这两类债务相加总计 3 万亿元，占 GDP 的 8%。
- 2011 年年初，铁道部债务规模总计高达 1.8 万亿元（占 GDP 的 5%），这部分债务主要是在为高铁网络落实投资资金期间积累起来的。

再加上 2009—2010 年间大规模放贷之后银行系统积累起来的坏账，截至 2010 年年底，中国的债务规模占 GDP 的比例可能接近 75%，而不是官方统计的 17%。

但即便债务比例果真达到了 75% 也不足为奇，美国的债务比例为 92%，日本更是高达 220%。在中国经济迅速发展的背景下，政府的借款成本较低，而且几乎所有的债务都是以人民币计价，因此，大部分分析人士认为，中国的债务水平尚无近忧。但考虑到实际债务水平远远超出官方数据，这势必会制约政府调动政策工具的空间。举例来说，在通货膨胀上升的情况下，央行在决定要不要加息时，就要顾及到加息对政府借款成本的影响。大部分医疗及教育资金都是由地方政府承担。如果偿债成本偏高且资金来源有限，那么地方政府为改善公共服务提供资金的能力也会受到限制。

通过财政收入来追踪经济增长状况

我们也可以通过政府财政收入状况来追踪经济增长趋势。如果经济增长强劲，政府就可以通过增值税、公司税及个人所得税实现更多的税收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入。如果经济形势低迷，税收收入也应会下降。如图 2.4 所示，二者之间的关系基本同步，但偶尔也会出现偏差，具体原因如下：

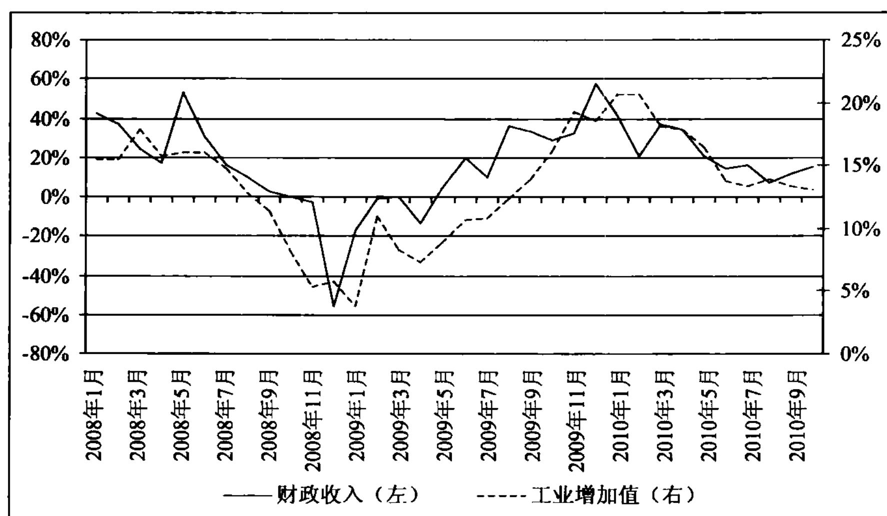


图 2.4　政府财政收入增幅和工业增加值增幅（同比增幅）对比

数据来源：财政部，国家统计局，作者计算

- 政府会通过财政政策来平抑经济增长速度的波动。形势不好的时候，政府会少收税多开支，这样就可以起到扶植经济的作用；形势好的时候，政府就会多收税少开支，这样就可以防止经济增长过快引发经济过热。2008 年第四季度，中国经济徘徊在危机的边缘，政府因此大规模增加支出，增幅为 20 年来的最高水平。2009 年，为扶植朝阳产业，政府实施了总计 5000 亿元的减税措施，相当于上年总收入的 10%。反之，如果财政政策与经济发展趋势相左，也会影响到财政收入和经济增速之间的联动关系。

- 税收制度效率的变化也会导致财政收入状况与经济周期不符。2009 年下半年，财政部采取重大激励措施提高税务人员的积极性，结果当年财政收入反弹的速度要比经济反弹的速度还快。

- GDP 及工业增加值这两项衡量经济增长形势的重要数据都是以实际值公布，也就是说计入了价格波动的影响。而财政数据则是名义值。2009 年上半年，财政收入为负增长。但由于 CPI 数据显示，物价水平也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在回落,因此实际情况并没有数据所体现的那样糟糕。

重点支出项目

我们从政府如何花钱可以了解政府的工作重点。中国政府承诺提高居民消费占 GDP 的比例。要想实现这一目标,政府就需要解决医疗、教育及福利薄弱的问题,因为正是这些问题才导致国民不敢花钱,并造就了中国的高储蓄率。政府还郑重承诺,今后将实现高等教育及基本医疗免费,如果这些承诺得以兑现,那么政府支出也会出现变化。月度数据并不能完全反映政府支出变化的趋势,但同比增幅却可以帮助我们了解政府是否把资金投向了那些政府做出承诺的领域。2005 年,中国政府承诺将提高医疗及教育质量作为政府工作重点,从那以来,政府支出水平一直在迅速上升;但这部分开支占 GDP 的百分比仍低于其他新兴市场经济体。2010 年中国在教育问题上的公共支出占 GDP 的比例约为 3.1%,医疗仅占 1.2%,差不多处于中等收入国家的底部。

市场影响

财政政策的变化偶尔会对市场产生重大影响。2008 年年底,中国政府宣布推出 4 万亿元经济刺激举措,这对上证综合指数及大宗商品市场构成重大提振。但这种影响只是一次性的,投资者通常都不太关注每月例行发布的财政数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客货运输量

市场敏感度：低

指标含义：公路、铁路、民航及水运的货运量（亿吨、亿吨公里）和客运量（亿人、亿人公里）。

中文链接：www. stats. gov. cn

英文链接：www. stats. gov. cn/english

发布时间：通常会在至少一个月后发布上月数据。

发布频率：按月

数据来源：国家统计局

是否修正：无

为什么重要

2009年年初的一天，笔者前往香港，从机场乘火车前往中央车站的路上经过香港码头。香港码头是世界上最繁忙的码头之一，中国出口商品会从这里中转出口海外。要是在往常，二十英尺（6.096米）标准箱通常会像全球化的彩色魔方一样高高堆起，直插云霄。但在这一天，这种繁华的景象却没有出现。与贸易数据相比，空空如也的香港码头更有力地表明，世界经济是何等低迷，而中国出口业又面临着怎样的困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境。交通及客货运输量数据为我们了解实体经济的状况开启了另一扇窗口。道理非常简单。如果需求旺盛,原材料就会源源不断地送到工厂,产品则会运送到港口。如果经济一派繁荣,那么企业要员就应频繁搭乘飞机见客户,消费者则会购买机票欢度周末。如果经济形势不好,客货运输量也肯定会下降。

由于外界对官方发布的 GDP 数据一直将信将疑,因此运输数据就有了额外的吸引力。与 GDP 数据类似,运输数据也是由国家统计局发布,所以可能也存在同样的问题。但 GDP 数据举世瞩目,一方面是来自国际市场的关注,另一方面还有来自政界的压力。而运输数据就不存在这样的风险,或许正因为这个原因才更加可信。对于一些备受尊敬的中国经济研究专家来说,这种观点肯定有它的道理。匹兹堡大学的经济学家 Thomas Rawski 认为,1998 年的客运量增速过低,这是当年 GDP 数据失真的一个重要佐证。如图 2.5 所示,尽管铁路货运量增速的波动更加剧烈,但它与工业增加值的增长步伐基本吻合。十年之后,对官方 GDP 数据可靠性的怀疑情绪已没有当年那么浓重。交通数据也有自身的问题和特点。但客货运输量仍然可以说明很多问题。运输数据依然是我们了解中国实体经济状况的一扇窗口,同时也可以帮助我们验证官方 GDP 数据的准确性。

编制方法

国家统计局采纳的原始数据来自多个渠道,包括铁道部、交通运输部及民航局。采集铁路和民航系统的客货运输量信息比较容易,中国的铁路和民航企业数量不多,而且大部分都是国有,这些企业每个月会向统计局上报完整的信息。采集水运数据也很容易,码头都有往来运输量的完整记录,这些记录会成为统计局计算的依据。

公路运输就比较复杂。高速公路还好办一些。因为设有收费站,每个收费站都会记录过往车辆和乘客的数量。但普通公路上运输的大量货物和乘客却很难跟踪记录。2009 年就出现过一次问题,3 月份的公路货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

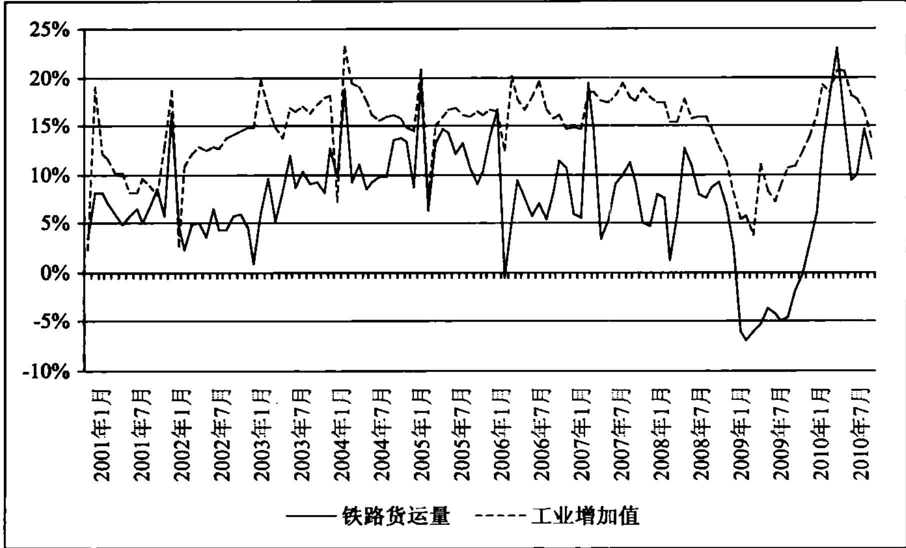


图 2.5　铁路货运量和工业增加值(同比增幅)对比

数据来源：国家统计局

运量还是 1180 亿吨公里，到了 4 月份，货运量莫名其妙地增长了一倍，达到 2630 亿吨公里。国家统计局没有作出解释，我们只能推测，统计局可能扩大了调查范围，因此以往漏计的运输量得以反映到数据里。公路系统的客货运输量数据需要谨慎解读，由于这部分运输量占总运输量的比例相当大，因此我们在解读整体客货运输量数据时也需要谨慎。

解读数据

表 2.3　2010 年 5 月运输量总计

指　标	单位	5 月	比上年同期增长(%)	1—5 月	比上年同期增长(%)
货运量合计	亿吨	26.55	16.3	123.63	16.2
铁　路	亿吨	3.1	12.8	14.98	15.3
公　路	亿吨	20.32	17	94.25	16.3
水　运	亿吨	3.13	15.7	14.37	16.5
民　航	万吨	46.73	36	220.45	40.8

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指　标	单位	5 月	比上年同期增长(%)	1—5 月	比上年同期增长(%)
1▶ 货物周转量合计	亿吨公里	11310.21	16.3	53268.61	16.3
2▶ 铁　路	亿吨公里	2373.63	15	11383.35	14.6
公　路	亿吨公里	3489.43	18.1	16462.89	18.2
3▶ 水　运	亿吨公里	5431.74	15.6	25353.6	15.8
民　航	亿吨公里	15.41	62.2	68.77	61.4
客运量合计	亿人	26.63	8	133.39	7
铁　路	亿人	1.38	6.9	6.83	6.7
公　路	亿人	24.84	8.1	124.67	7
水　运	亿人	0.2	-2.1	0.85	-3.8
民　航	亿人	0.22	18.2	1.04	16.5
4▶ 旅客周转量合计	亿人公里	2207.28	9.1	11451.15	10.5
铁　路	亿人公里	679.83	8.1	3698.65	8
公　路	亿人公里	1200.98	6.5	6140.6	9.7
水　运	亿人公里	6.08	-2.8	25.63	-6.5
民　航	亿人公里	320.39	22.8	1586.27	20.3
沿海规模以上港口货物吞吐量	亿吨	4.67	11.8	22.04	19.1

数据来源：国家统计局

1. 货运量合计统计的是运输货物的总重量。货物周转量合计透露的信息更多，因为它不仅会告诉我们总重量，还会告诉我们运输路程的长短。表 2.3 是 2010 年 5 月的数据，当月货物周转量合计较上年同期增长 16.3%，当月的工业增加值则增长了 16.5%，二者保持一致。

2. 中国拥有全世界最繁忙的铁路系统。2008 年 2 月，在严重雪灾、冬季煤炭需求（煤炭通常是通过铁路来运输）及春节客运高峰等因素的共同作用下，中国铁路系统陷入崩溃。由于煤炭无法及时运抵发电厂，部分城市出现电力中断。温家宝总理亲自前往湖南省某火车站，安抚滞留旅客。铁路系统的这次瘫痪在一定程度上促使中国政府在 2009 年和 2010 年重点投资铁路项目，铁路系统的运力显著提高。最重要的是，运输系统的运力有限也说明了运输数据的一个缺陷。也就是说，即便铁路货运需求再旺盛，货运量的增长速度也要受到铁路系统运力的限制。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，我们在将运输数据作为考察经济增长形势的替代性指标时，还需要小心谨慎。

3. 水运系统承担的货运大部分都是往来大型港口的进出口货物，这些港口包括：长三角的上海和宁波、珠三角的广州和深圳，以及东北渤海湾的大连。水运货运量可以反映出口行业的健康状况。

4. 客运量数据也需要谨慎解读，原因有二。首先，季节性因素的变化会导致数据失真。任何在中国居住过的人都知道，春节那一周绝对不适合出行。火车站和机场挤满了回家过节的旅客。北京和上海出城的公路堵塞得一塌糊涂。每年的这个时候，客运量都会大幅攀升，但这只是正常的季节性现象，并不能说明中国经济是一派繁荣。由于春节假期通常是在 1 月或 2 月，因此解读年初的客运量同比数据就有一定难度。其次，客运量的变化有时也无法反映实体经济的发展。2003 年“非典”（SARS）爆发期间，客运量骤减至低谷。2003 年 5 月，民航客运量较上年同期减少 77%，如果据此判断“非典”对整体经济的影响程度，那就太过严重。

市场影响

尽管交通数据存在种种缺陷，但它仍然是了解整体经济活动水平的一项重要指标，同时也有助于我们从常识角度去验证政治敏感度更高的 GDP 数据。但由于数据存在滞后性（往往会在当月宏观经济数据发布数周后才会公布），因此很难引起市场反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国物流与采购联合会 PMI

市场敏感度：高

指标含义：月度商业景气指数。数值在0～100之间，高于50，表明制造业活动正在扩张，低于50，表明制造业活动正在萎缩。（通常被称作“官方PMI”）

中文链接：www.chinawuliu.com.cn/

英文链接：www.chinawuliu.com.cn/en/news/

发布时间：每月第一个工作日上午09:00发布上月数据。

发布频率：按月

数据来源：中国物流与采购联合会和国家统计局

是否修正：无

为什么重要

市场最青睐的就是官方PMI数据，原因如下：

- 数据覆盖的制造业是中国经济最重要的部门，在GDP中的比重接近50%。
- 数据没有经过地方官员的修饰，可以帮助我们直接了解企业采购经理对制造业活动的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 发布时间早，每个月的第一个工作日就会发布，而且有助于我们预测两周后发布的工业增加值数据的具体表现。
- 数据是以环比形式公布，因此有助于判断当前的经济增长动能。
- 数据是按照国际通用方法统计得出，因而存在较强的可比性。以美国的 PMI 数据为例，市场会把它作为了解美国经济形势的重要指南。

目前市场可以获取三项 PMI 指标。其中最重要的就是中国物流与采购联合会发布的官方 PMI 数据，样本范围最大，信息也最为全面，而且免费。汇丰中国 PMI 也非常重要，尽管样本范围较小，但却完全不受政府支配。Market News International（简称 MNI）也试图在这个领域占有一席之地，数据发布时间较早，覆盖的问题也不一样，MNI 希望以这种方式抢占先机。

编制方法

官方 PMI 数据是从 2005 年开始发布的。调查覆盖了 820 家中国企业，之所以覆盖这么多企业，是希望确保数据覆盖到每一个行业、每一种所有制形式及每一个地区。中国物流与采购联合会没有对外公布样本的具体构成，但据该机构透露，样本覆盖到了所有部门、各种所有制形式以及所有地区对工业产值的贡献状况。也就是说，样本囊括了 20 个行业，黑色金属、通用设备及化工行业占据的比例最大。样本中约有 40% ~50% 的企业来自经济最发达的东部沿海地区，中西部地区的企业也在其中，以平衡地区差异。外界普遍认为，中国物流与采购联合会的样本设置还是以国有企业为主。但实际上，调查领导小组坚持认为，就所有制结构而言，样本反映了整体工业部门的各种所有制形式。

数据统计方法是以美国供应管理学会（Institute for Supply Management，ISM）的方法为基础。调查是在月中进行，数据是通过网络收集。受访对象要对以下十一个不同的问题发表意见：

- 生产量
- 新订单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 出口订货
- 现有订货
- 产成品库存
- 采购量
- 进口
- 购进价格
- 原材料库存
- 从业人员
- 供应商配送时间

针对每个问题,受访者需要回答当月形势是比上月好、不变还是比上月差。对每个问题分别计算扩散指数,即正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。也就是说,如果 20% 的受访者表示,当月接到的出口订单多于上月,60% 的受访者称出口订单数量不变,那么出口订货这项分类指数的数值就应是 50,即 20 + (60 ×0.5) = 50。

因此,通常以 50 作为经济强弱的临界,PMI 等于 50 表明制造业活动与上月大体无异,高于 50,反映制造业扩张,低于 50,则反映制造业萎缩。以前面提到的出口订货分类指数为例,数值为 50 就表明当月出口订货与上月相比没有变化。

PMI 数值是通过对五大分类指数加权计算而成,具体计算方式如下:

PMI = (新订单 ×0.3) + (生产量 ×0.25) + (从业人员 ×0.2) + (供应商配送时间 ×0.15) + (原材料库存 ×0.1)

这些分类指数和权重与美国供应管理学会及汇丰中国 PMI 数据所采用的分类指数和权重大体一致。

官方 PMI 数据是经过季节性因素调整的。但在重大节日期间,指数仍会出现大起大落,说明调整的幅度还不够。平均而言,2005 年至 2010 年期间,3 月份的 PMI 会比前月上升逾 3 点,5 月份又会再回落 3 点,9 月份会上升逾 2 点,10 月份再回落 2 点。起伏很有规律,说明数据结果会受春节及国庆假期的影响。在物流与采购联合会采用更好的季节因素调整方法之前,对 PMI 数据在节日期间的表现应谨慎解读。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

官方 PMI 数据会牵动市场神经。指数高于 50 表明制造业正在增长，通常新订单及生产量也会跟着上升；低于 50 表明制造业形势正在恶化，新订单及生产量也会下降。但对中国经济而言，制造业扩张是种常态。从 2005 年至 2010 年的五年间，官方 PMI 平均数值超过了 53，在 60 个月里仅有 7 个月低于 50。所以问题的关键不在于 PMI 能不能超过 50（因为几乎每个月都会超过），而在于实际超过多少，是比上月高还是比上月低。

金融危机可以帮助我们检验三大商业景气调查的可靠程度，如图 2.6 所示，三项指标的表现都非常出色。随着金融危机对中国经济的拖累越来越严重，从 2008 年开始，三项指标均表明，中国经济增速正在放缓。官方 PMI 数据显示，从第三季度开始，中国制造业出现了负增长，这是成功预测中国经济将会陷入困境的第一个数据。走出危机之后，三项指标均显示中国制造业出现反弹，不过具体结果有些细微的差异，这反映出样本设置的差别。受中国政府出台的 4 万亿元经济刺激措施及银行大幅扩大信贷规模推动，中国经济出现反弹，国有企业是相关政策的最大受益者。国有企业在 MNI 调查样本中的权重最大，所以由该机构发布的数据反弹力度也最大。国有企业在官方 PMI 数据中所占的比例与国有企业在国民经济中的比例一致，所以官方 PMI 也出现强劲反弹。汇丰的样本中小型私营企业占的权重较高，而这些企业受益于政策的程度较低，因此反弹势头较为疲弱（汇丰所采用的季节因素调整方法可能也在一定程度上导致了三项数据之间的差异）。

官方 PMI 的分类指数有助于我们更详细地了解制造业动态：

● 生产指数是了解当前制造业产值的最佳途径。负责整理调查数据的工作小组表示，新订单指数是了解制造业近期前景的最佳指标。实际上，这两项分类指数的联动性非常密切。

● 新出口订单指数可以帮助我们了解出口行业的状况。由于出口订单通常会比实际发货提前两到三个月，指数体现出的变化通常不会立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

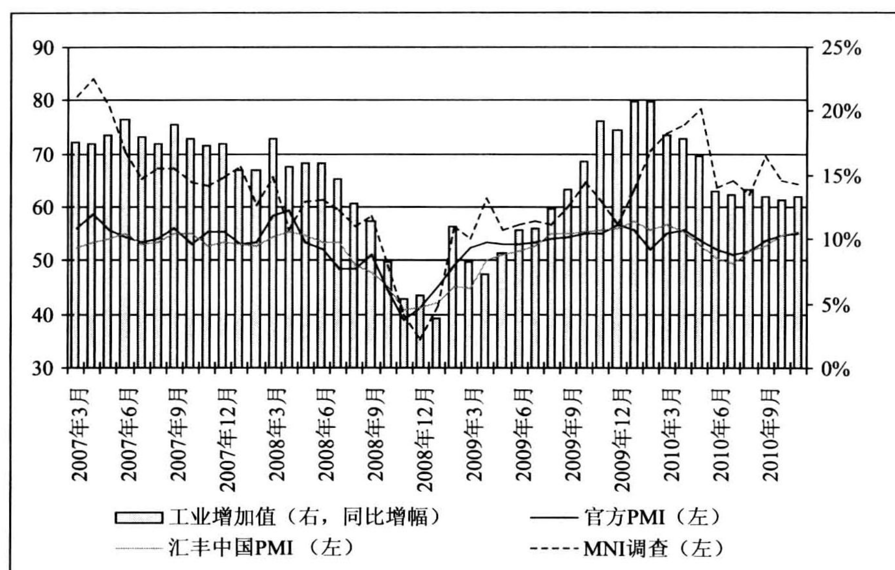


图 2.6　工业增加值和 PMI 对比

注：PMI 数值超过 50 意味着制造业扩张

数据来源：国家统计局，物流与采购联合会，汇丰，MNI

即反映到海关数据中。

- 进口指数有助于我们考察国内外需求旺盛与否。中国的进口可以分为两大类：工业部门进口的原材料及出口加工行业进口的生产材料。因此，如果进口指数表现强劲，那就表明国内外市场需求旺盛。反之亦然。2008 年下半年，PMI 进口指数大幅下滑，它清楚地预示，出口及工业增加值很快也会跟着下滑。

- 供应商配送时间指数波动幅度较大，但它有助于我们考察经济领域的闲置产能。道理就在于，如果经济过热，供应瓶颈就会扩大，配送时间就会延长。如果有闲置产能，配送时间就应该会缩短。需要说明的是，供应商配送时间指数与其他 PMI 分类指数的解读方法恰恰相反：指数超过 50 表明配送时间缩短（也就是说经济在降温时出现了闲置产能）；指数低于 50 表明配送时间在延长（预示经济过热）。

- 购进价格指数可以帮助我们考察制造业面临的通货膨胀压力，从过往经验来看，官方 PMI 购进价格指数可以很好地预测 PPI 的变动状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 与官方就业数据相比，就业指数对中国就业市场的变化更加敏感。无论是中国人力资源和社会保障部发布的失业数据，还是国家统计局发布的居民可支配收入数据，基本上都没有体现出2008年金融危机对就业市场的影响。而官方PMI就业指数则在2008年第四季度急剧下降，并在2009年第一季度迅速反弹。因此这项指标所反映出的危机对就业形势的冲击以及相关政策的效果也更加真实。

物流与采购联合会发布的官方PMI数据还包括对制造业整体PMI的明细划分，某些重要的分类指数还会按行业和产品类别划分——原材料、能源、生产用制成品、中间品以及生活消费品。纺织行业新订单增速放缓可能会拖累新订单分类指数的整体表现，但黑色金属冶炼行业的新订单如果出现强劲增长，也可以对整体分类指数的表现起到平衡的作用。因此，行业细分数据有助于我们更好地把握制造业活动的细微差异。

市场影响

股市：PMI数据是最早发布的反映上月经济形势的一项重要数据。它也可以很好地预测工业增加值数据的具体表现，因此备受股市关注。如果数据表现强劲，恒生指数和上证综合指数都会应声上涨，反之股指则会下跌。

大宗商品市场：中国工业部门的能源和金属消费量居于世界第一位。PMI偏高则表明经济稳步增长，这通常会提振大宗商品需求。

外汇市场：汇市也会将PMI数据作为了解中国经济整体状况的一项先行指标。市场通常会通过押注其他亚洲货币来间接押注人民币升值及中国概念，如果数据表现强劲，这些亚洲货币会受到提振。

关注官方PMI数据的不只是金融市场，决策层也在关注这项数据。物流与采购联合会每个月都会向发改委、财政部及其他重要部委通报当月数据的调查结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇丰中国 PMI

市场敏感度:高

指标含义:月度商业景气指数。数值在 0 ~ 100 之间,50 是划分经济增长形势强弱的临界点。

中文链接:无

英文链接:www. markiteconomics. com/

发布时间:每月 1 日上午 10:30 发布前月数据。从 2011 年起,汇丰中国 PMI 预览指数(依据 PMI 整体调查中 85% ~90% 的调查结果编制)会提前一周发布。

发布频率:按月

数据来源:汇丰及 Markit Economics(前身是 CLSA and Markit Economics)

是否修正:无

为什么重要

汇丰中国 PMI 是官方 PMI 的主要竞争对手。由于调查样本仅覆盖 430 家企业,而物流与采购联合会的样本却囊括了 820 家大型企业,所以汇丰中国 PMI 的优势没有那么明显。而且,汇丰中国 PMI 不会向非用户

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免费公布所有调查结果，也不公布行业明细数据。但汇丰中国 PMI 在进行季节因素调整时采用的方法更加先进，而且也完全不受政府部门的影响，这对那些仍在怀疑政府干预数据的人士来说是个好消息。

编制方法

调查覆盖了中国约 430 家企业，行业和地区所占的权重是根据 GDP 贡献率来分配，同时还会针对制造业结构的变化每年进行权重调整。如表 2.4 所示，在当前的样本设置中，采矿及能源行业的权重最大，为 18%，化工及塑料行业为 12%，食品及饮料为 11%，基本金属为 11%。

表 2.4　汇丰中国 PMI 样本（按行业和规模划分）

规模（雇员人数）/行业	1～499 人	500～2499 人	2500 人	总计
食品和饮料	20	16	12	48
纺织品和服装	15	18	6	39
电子产品	14	14	17	45
化学和塑料制品	24	17	11	52
运输	8	16	9	33
木材和纸类	15	1	3	19
基本金属	22	11	15	48
机械工程	16	11	8	35
采矿及能源行业	20	20	38	78
其他	15	10	5	30
总计	169	134	124	427

数据来源：汇丰及 Markit Economics

从企业规模来看，样本中有 40% 的企业都是雇员人数在 1～499 人的小企业，雇员人数在 500～2499 人的中型企业占到了 31%，员工人数超过 2500 人的大型企业占 29%。小型私营企业在汇丰调查中所占的权重要高于物流与采购联合会的调查。

汇丰中国 PMI 的调查中所涉及的问题基本上与物流与采购联合会的调查完全一致。二者只有一个显著区别，即汇丰的调查增加了一个关于产出价格的问题（联合会的调查中没有这个问题）并剔除了关于进口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的问题(联合会的调查有)。计算分类指数数值及PMI数值的方法也和物流与采购联合会一样。

汇丰中国PMI调查所采用的季节因素调整方法要比物流与采购联合会先进。也就是说,汇丰中国PMI有助于我们更好地了解1月、2月和10月重大节日前后的制造业活动。

解读数据

数据中最重要的信息就是整体汇丰中国PMI数值。数值高于50,表明制造业活动较上月有所改善;数值低于50,则表明制造业活动有所恶化。据汇丰中国PMI调查团队介绍,根据以往经验,数值在50~55之间表明制造业运营环境温和改善,数值在55~60之间则表明运营环境显著改善。反之亦然,数值在45~50之间表明运营环境温和恶化,低于45则表明运营环境显著下滑。

与PMI整体数值相比,外界对分类指数的关注程度相对较低,这也和汇丰不向非用户公布数据的所有细节有关。市场主要会关注生产指数、新订单指数和新出口订单指数。购进和产出价格指数可以帮助我们了解上游企业的通货膨胀压力,二者之间的差值可以说明企业的利润是不是受到挤压,即购进价格上升,而产出价格下降;还是企业的利润率正在上升。与官方发布的失业和家庭收入数据相比,就业指数对就业市场的变动更加敏感。

市场影响

股市:股市之所以会关注PMI数据,是因为从发布时间上来看,它是第一个可以帮助市场了解中国经济上个月表现的重要数据。

大宗商品市场:中国工业部门是中国能源需求的主体,也是全球金属需求最重要的驱动力。PMI数据为投资者了解中国需求提供了先机。

外汇市场:由于投资者通过押注澳元、新加坡元及韩元来间接押注中国概念,PMI数据表现强劲会利好这几种货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MNI 的中国商业景气调查

市场敏感度:低

指标含义:考察当前制造业运营环境及近期前景的月度商业景气指数。数值在 0 ~ 100 之间,50 是划分运营环境改善与恶化的临界点。

中文链接:无

英文链接:www. marketnews. com

发布时间:每月最后一个周五的上午 9:35。

发布频率:按月

数据来源:MNI

是否修正:无

为什么重要

除了前面两项商业景气调查,最具竞争力的就是 MNI 的商业景气调查。其样本仅包括 180 家企业,容量不如物流与采购联合会,也不如汇丰。自 2011 年年初起,MNI 开始在月末公布调查结果,这就比其他几项调查提前了几天。在重量级 PMI 数据发布前,MNI 的调查可以帮助市场抢先了解制造业的动态。但汇丰现在会在 MNI 数据发布几天前发布依据 85% ~90% 的调查结果编制的预览指数,MNI 的时效性优势也就不复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在了。

编制方法

MNI 调查最早于 2005 年发起，调查方法是以日本的短观调查（Tankan）和美国的供应管理学会调查为基础。每个月的月中，调查小组会电话联系约 180 家企业的董事会秘书及负责投资者关系的董事，采访他们对当前运营环境的看法以及对未来的预期。样本既包括在中国内地上市的中国企业，也包括在香港上市的中资企业。实际上，与官方 PMI 及汇丰中国 PMI 相比，有政府背景的国有企业在 MNI 的调查中占到的比例更大。也正是基于这个原因，MNI 调查小组认为，他们的调查对政策变化的敏感度要高于其他两项调查。

样本中 75% 的企业来自制造业，另外 25% 来自服务业。将服务业纳入调查范围也是 MNI 调查的一个独到之处，其他两项调查都是把制造业和服务业区别对待。样本每个月都会更新，所以每个月都会有一批完全不同的中国上市公司参与调查，发表自己对行业的看法。

MNI 调查中涉及的问题也和另外两项调查略有差异。受访者要对所在行业当前以及未来三个月的形势发表意见：

- 整体商业环境
- 生产能力
- 生产量
- 利率
- 新订单
- 汇率
- 就业
- 财务
- 库存
- 现有订货
- 购进价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 信贷

与另外两项调查一样,每个分类指数的最终数值是正向回答的企业个数百分比加上回答不变的百分比的一半。

区别在于 MNI 整体商业景气指数的计算方法。在其他两项调查里,整体 PMI 数值是根据新订单、生产量、就业、供应商配送时间及原材料库存等分类指数的权重加权得出,MNI 数据的计算过程没有那么繁琐,只是要求受访者对当前商业环境作出评估。由于方法不同,再加上样本中覆盖的企业每个月都不一样,因此,与其他两项 PMI 数据相比,MNI 数据的波动幅度更加没有规律可循。

解读数据

表 2.5 MNI 中国商业景气调查—现状

	项目＼时间	2010 年 9 月	2010 年 8 月	2010 年 7 月	2009 年 9 月
1▶	整体商业环境	69.54	62.16	64.94	60.47
	生产能力	53.79	57.85	70.63	55.21
2▶	利率	52.36	52.05	49.44	55.88
	新订单	66.36	61.16	67.68	60.00
	就业	58.68	58.74	57.19	55.45
	财务	53.66	55.12	65.67	60.80
	现有订货	56.67	49.44	51.54	50.00
	购进价格	67.04	64.48	57.39	54.00
	生产量	67.48	60.33	63.95	60.80
3▶	汇率影响	44.66	44.31	43.40	43.06
	产出价格	62.50	53.47	49.35	51.04
	库存	44.94	50.00	34.56	44.00
	信贷	51.30	49.61	57.47	55.41

数据来源:MNI

1. MNI 数据中最重要的信息就是整体商业景气指数。数值高于 50,说明受访者总体上认为商业环境较上月有所改善;数值低于 50,则说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业环境有所恶化。MNI 数据到底有没有能力预测工业产值的波动，金融危机为我们提供了一个很好的检验机会；事实证明，数据的表现相当不错。2008 年 7 月，整体商业景气指数开始下滑，并在 12 月跌入低谷，之后又在 2009 年 2 月大幅反弹，出现反弹的时间点要先于工业增加值的反弹时间。MNI 数据的反弹力度要大于另外两项数据，这也反映出了样本中国有企业比重过高的事实，毕竟，政府出台的刺激措施对国有企业的倾斜力度最大。

2. MNI 数据的特别之处在于它的利率指数。受访企业需要回答本月的贷款利率是比上月高、比上月低，还是不变。中国的基准贷款利率是由央行设定。但商业银行的实际贷款利率可以围绕基准利率上下 10% 波动。也就是说，银行会根据借款人的信用等级、信贷环境松紧以及经济形势来决定是上调还是下调贷款利率。我们通过利率指数可以了解企业在市场上实际支付的利率水平。2010 年年初，央行继续维持货币政策不变。当时距离央行调整基准贷款利率还有九个月，但实际上，由于信贷环境从紧，企业支付的实际贷款利率已经开始上升。这从 MNI 数据中就可以反映出来，当时 MNI 利率指数从 2009 年 11 月的 47.58 上升至 2010 年 3 月的高位 76.06。

3. 中国的汇率政策最富争议，考察人民币汇率影响的汇率指数可以帮助我们迅速了解企业对汇率政策的看法。中国政府在决定汇率政策时，最大的顾虑就是汇率对国内企业的影响。不论美国在人民币汇率问题上向中国施加多大的压力，如果人民币升值会导致出口企业倒闭或是东部沿海地区失业率上升，中国政府都会无法接受。出口数据只能反映出汇率对企业造成的一部分影响，但还不够全面。就算利润率下降导致出口企业濒临倒闭的边缘，出口行业仍有可能继续增长。为了解企业面临的汇率压力，决策层也会大量参考诸如 MNI 调查之类的数据。如果企业对汇率叫苦连天，政府在决定人民币升值速度时也会有所顾虑。2008 年 6 月，MNI 汇率指数降至 32.64，上年同期则高达 70.28，说明人民币升值已开始对企业产生负面影响。如图 2.7 所示，MNI 汇率指数数值偏低，预示着中国政府会在金融危机期间暂时中断人民币升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

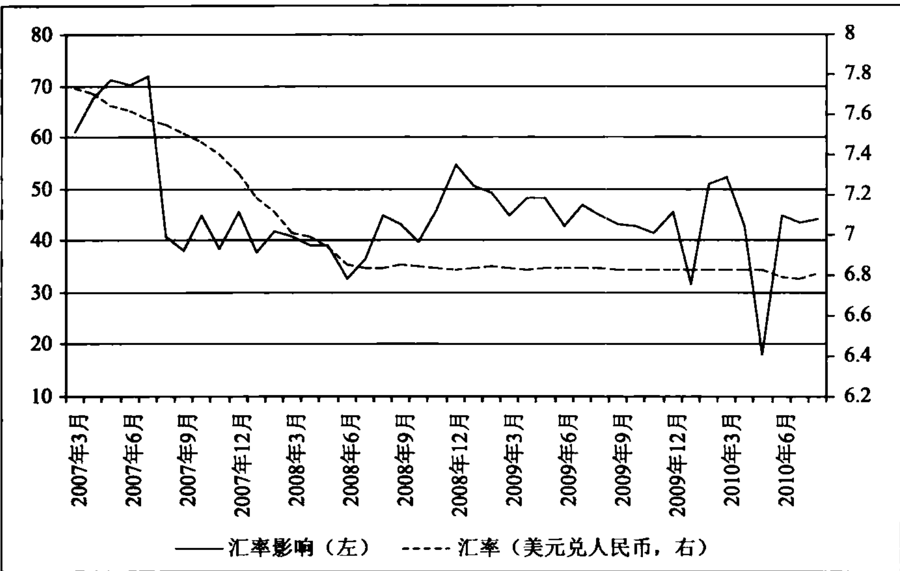


图 2.7　MNI 的汇率影响调查和汇率对比

数据来源：MNI，中国外汇交易中心

表 2.6　MNI 中国商业景气调查：3 个月展望

时间 项目	2010 年 9 月	2010 年 8 月	2010 年 7 月	2009 年 9 月
整体商业环境	63.58	67.23	68.18	61.15
生产能力	61.36	65.70	70.63	54.17
利率	55.19	51.64	50.00	52.94
新订单	64.49	65.63	68.29	58.24
就业	54.79	60.14	52.61	53.18
财务	53.25	57.48	67.00	59.66
现有订货	58.89	51.11	54.62	46.67
购进价格	62.59	56.90	53.98	51.33
生产量	62.60	65.29	69.19	60.23
汇率影响	46.12	45.93	45.75	44.44
产出价格	58.57	55.56	45.42	52.60
库存	48.88	47.40	37.50	47.33
信贷	52.61	50.39	54.60	50.68

数据来源：MNI

1. MNI 调查的另一个特别之处就在于它的远景展望部分，受访者要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发表对未来三个月经济形势的预期。企业的经营活动不仅受制于当前的经济环境，同时也会受到预期的影响。就算新订单正在减少，但如果企业预计三个月后会回升，那么市场就有理由乐观。如果新订单下降，同时企业预计这种状况还会持续，这就绝不是什么好消息。2008 年年底，企业对当前经济形势的看法非常悲观，整体商业景气指数降至 35.2。但预期指数从未跌破 50 大关，说明国有企业料到政府的刺激措施会扭转局面，也就是说，形势仍然乐观。

市场影响

考虑到 MNI 整体商业景气指数波动幅度较大，同时具体数据只面向 MNI 及彭博(Bloomberg)的收费客户发布，因此现阶段 MNI 数据不会对市场造成重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家统计局的经济领先指标

市场敏感度:低

指标含义:反映中国经济在经济周期中所处阶段的综合指标。

中文链接:www. stats. gov. cn

英文链接:www. stats. gov. cn/english

发布时间:每个月的经济领先指标会在六周后公布。

发布频率:按月

数据来源:国家统计局

有无修正:无

为什么重要

中国经济在当前的经济周期中究竟处于哪个阶段?是繁荣还是萧条?面对众多经济数据,投资者和决策者难免会有些无所适从。由国家统计局下属中国经济景气监测中心编制的宏观经济景气指数就可以帮助我们拨开迷雾。统计人员会仔细研究所有经济数据,并从中归纳出数据和经济周期的联动关系:哪些指标的波动与经济周期一致,哪些指标的波动滞后于经济周期。统计人员会根据最终结果编制先行指数、一致指数和滞后指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

表2.7中列出的先行指数可以提前捕捉经济拐点，各项指标通常会先于经济增长周期波动。先行指数的部分构成指标是由中国经济景气监测中心编制的综合性指标。

表2.8中的一致指数包含的指标通常和经济周期波动节奏一致。其中的收入指数和需求指数与GDP中收入法和支出法的计算方法一致。

表2.7 领先指数的构成和权重

指标	权重(%)
6个先行指标合成指数	78.67
1. 恒生内地流通股指数	10.00
2. 产品销售率	19.17
3. 货币供应 M_2	20.00
4. 新开工项目	20.00
5. 物流指数	17.50
全社会货运量	50.00
沿海港口货物吞吐量	50.00
6. 房地产开发投资先行指数	13.33
房地产开发土地面积	50.00
商品房新开工面积	50.00
消费者预期指数	9.33
国债利率差	12.00

数据来源：中国经济景气监测中心

表2.8 一致指数的构成和权重

指标	权重(%)
工业生产指数	14.75
工业从业人员数	12.50
社会收入指数	32.00
财政税收	26.67
工业企业利润	33.33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指标	权重(%)
居民可支配收入	40.00
社会需求指数	40.75
固定资产投资	33.33
全社会商品零售	40.00
海关进出口	26.67

数据来源:中国经济景气监测中心

表2.9中的滞后指数包含的指标通常会比经济周期慢半拍。

表2.9 滞后指数的构成和权重

指标	权重(%)
财政支出	13.6
工商业贷款	21.8
居民储蓄	13.4
居民消费价格指数	21.0
工业企业产成品资金	30.2

数据来源:中国经济景气监测中心

除了这套由先行指数、一致指数和滞后指数构成的指标体系之外,中国经济景气监测中心还会发布一项预警指数。预警指数试图通过一个简单的数字来反映经济到底是过热、过冷,还是恰到好处。如表2.10所示,预警指数包括十项指标,中国经济景气监测中心在对历史数据进行研究后发现,有些数值会伴随经济稳定出现,有些数值会在经济过热时出现,有些数值则会在经济滑坡时出现。以工业产值指数为例,同比增幅在10%~16%之间说明经济形势稳定,高于16%说明出现过热趋势,高于18%说明经济过热。反之,低于10%表明经济正在降温,低于8%表明经济已经过冷。

表2.10 预警指数的构成和权重

项目	过热	趋热	稳定	偏冷	过冷	权重
工业生产指数	>18	18~16	16~10	10~8	<8	1.2
社会消费品零售总额	>28	28~18	18~9	9~7	<7	1.2
固定资产投资完成额	>45	45~30	30~15	15~11	<11	1.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	过热	趋热	稳定	偏冷	过冷	权重
外贸进出口总额	>34	34~26	26~10	10~3	<3	0.8
财政收入	>28	28~24	24~11	11~4	<4	0.8
工业企业利润总额	>223	223~47	47~2	2~-12	<-12	1.0
城镇居民可支配收入	>17	17~13	13~8	8~4	<4	1.2
金融机构各项贷款	>24	24~22	22~13	13~10	<10	0.8
货币供应 M_2	>30	30~23	23~14.9	14.9~14.1	<14.1	0.8
消费者价格指数(CPI)	>118	118~108	108~100	100~99	<99	1.2
预警指数	>136	136~116	116~83	83~63	<63	1.0

数据来源：中国经济景气监测中心

根据重要性不同，预警指数的各项构成指标会占到0.8至1.2不等的权重。工业产值是反映经济状况的重要指标，所以权重为1.2。财政收入的重要性要低一些，所以权重为0.8。各项指标加权后的所得，就是当月的预警指数数值。

解读数据

表2.11 2010年6月宏观经济景气指数

日期	预警指数 (3)	一致指数(1996年=100) (2)	先行指数(1996年=100) (1)	滞后指数(1996年=100)
2009.09	103.3	98.2	105.0	90.8
2009.10	110.7	99.5	105.7	92.0
2009.11	117.3	100.4	105.4	93.2
2009.12	116.7	102.1	105.4	93.8
2010.01	114.0	103.1	104.7	95.0
2010.02	104.7	103.9	104.7	95.8
2010.03	106.0	104.1	105.0	96.3
2010.04	107.3	104.0	104.4	96.3
2010.05	114.0	103.7	103.4	97.3
2010.06	106.7	103.0	102.8	97.4

数据来源：国家统计局

1. 如图2.8所示，先行指数可以帮助我们预测经济周期的拐点。金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融危机之前，该指数在2008年2月达到峰值，比一致指数早了四个月，之后在2008年11月达到低谷，比一致指数早了三个月。2009年10月，随着经济刺激措施的影响逐渐消退，领先指数再次达到峰值，预示经济增速将再次放缓。果然，2010年3月，一致指数达到峰值，经济增速开始放缓。据中国经济景气监测中心介绍，十年来，先行指数平均会比一致指数提前四个月。

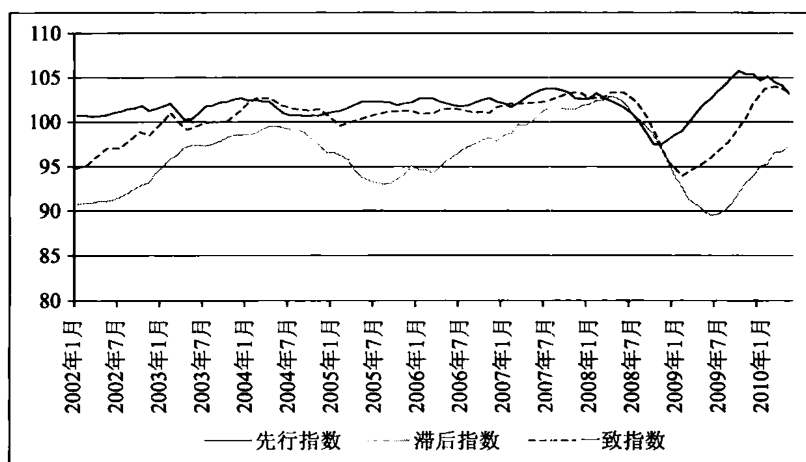


图2.8 先行指数、一致指数和滞后指数

数据来源：中国经济景气监测中心

2. 一致指数可以帮助我们了解当前的经济形势，特别是可以帮助我们捕捉经济周期的拐点。金融危机期间，从一致指数可以看出，2008年6月是周期的峰值，2009年2月是周期的低谷。

3. 预警指数为我们了解中国经济当前的表现开启了另一扇窗口。据中国经济景气监测中心介绍，数值在83.33和116.66之间，表明经济处于稳定状态。超过116.66表明经济过热，低于83.33表明经济疲软。预警指数的出发点很好，通过指数的跌宕起伏可以明确地捕捉到中国经济在经济周期中所处的阶段。但要想在一个单一指标中准确捕捉到中国经济的方方面面，这种做法还是过于简单化，而且指数的所有构成指标都会在指数公布前揭晓，所以市场一般不会关注预警指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

十年来，中国经济基本上只有一个运行方向，那就是向上。因此，市场不去关注那些可以预测经济增长拐点的经济指标也不足为奇。但从2008年中国经济大幅下滑来看，中国经济也难免会经历经济周期中的起起落落。国家统计局发布的先行指数成功地预测到了经济下滑和反弹。随着中国经济的深入发展，增长速度肯定会放缓，所以先行指数作为预测经济前景的指南针可能会越来越受到市场关注。

目前中国的决策层已经在关注经济领先指标。中国经济景气监测中心每个月都会举行研讨会，向中国央行、发改委及其他经济政策决策部门介绍最新发布的经济领先指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界大型企业研究会的中国先行经济指数

市场敏感度：中

指标含义：预测中国经济未来增长趋势的月度指标，以2004年的数值作为基值100。

中文链接：www. conference - board. org/data/bcicountry. cfm? cid = 11

英文链接：www. conference - board. org/data/bcicountry. cfm? cid = 11

发布时间：每月结束后六周左右

发布频率：按月

数据来源：世界大型企业研究会(Conference Board)

有无修正：会根据最新信息频繁小幅修正

为什么重要

许多经济学家都具有高瞻远瞩的禀赋，他们可以帮助我们拨开迷雾，一窥中国经济的未来。世界大型企业研究会是美国知名研究机构，与大部分研究机构相比，他们发布的欧美及日本等国的先行经济指数预测能力更强。从2010年5月开始，该研究所开始发布中国先行经济指数。与国家统计局的先行指数类似，它也是一项综合性指标，由各项先于经济周期波动的指标构成。一般情况下，先行经济指数会在经济下滑前的6到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8个月见顶，并在复苏前几个月触底，所以市场可以对未来的变化有所准备。

编制方法

任何先行指数都要解决的一个问题是，先行什么？与国家统计局一样，世界大型企业研究会也是把工业增加值或 GDP 增幅作为考察当前经济状况的指标，而且，研究会也有自己的中国同步经济指数。同步经济指数包括五项月度指标，这五项指标通常会在经济增长加速时上行，并在经济增势回落时下行。具体来说，同步经济指数包括工业增加值产量、社会消费品零售总额、城镇制造业就业人数、发电量及旅客周转量合计等五项指标。这五项指标都经过了季节因素调整，零售额还剔除了通货膨胀的影响。每项指标所占的权重比例一样，而且经过调整后，波动幅度过大或过小的指标都不会主导指数的整体表现。

先行经济指数是以同步指数中所反映出的经济增长状况为基础，此外世界大型企业研究会还从众多中国经济数据中罗列了六项先行指标，具体如下：

- 消费者预期指数：从 1990 年开始，国家统计局每个月都会开展调查，询问消费者对当前经济形势的满意度以及对未来的预期。理论上来说，消费者预期指数应该可以预测居民消费水平的起伏状况。

- 中国物流与采购联合会官方 PMI 数据中的新出口订单指数：每个月，物流与采购联合会都会询问约 820 家企业对当前经营环境的看法。其中一个问题就是，当月的新出口订单与前月相比是增加了还是减少了。考虑到出口订单都会在发货前的两到三个月下达，该项指数应该有助于我们预测出口增速。

- 官方 PMI 数据中的供应商配送时间指数：联合会还会向企业询问供应商配送时间长短。如果经济一派繁荣，供应商就会接近饱负荷运转，配送时间就会延长；如果需求放缓，供应商就会有闲置配送能力，配送时间就会加快。也就是说该指数可以衡量供应商配送能力的优化程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 金融机构人民币各项贷款总额：中国央行发布的月度数据，追踪的是中国银行业的总贷款规模。鉴于银行是中国经济的主要信贷来源，而贷款增速又是中国政府的一项重要调控工具，贷款数据有助于我们准确把握中国经济活动的高峰和低谷。

- 5000 家企业扩散指数中的原材料供应情况指数：中国央行每个季度都会针对 5000 家企业的高层经理开展调查，询问他们对商业景气程度的看法。除了其他问题，受访者还要针对当前及今后几个季度原材料供应是否充足、适度或短缺发表意见。由于中国经济的增长模式在很大程度上是受投资驱动，水泥、钢铁及其他原材料生产行业是最大的受益者，因此，这些问题的答案有助于我们判断这些行业未来的前景。不过该项调查是每季度开展一次，因此，如果当月没有最新调查，世界大型企业研究会就会使用自己的估算数据。

- 全国房屋建筑新开工面积：由国家统计局发布的月度数据。该项数据旨在提前捕捉房地产投资的变化情况。房地产投资约占中国经济整体投资规模的 20%，同时房地产业也是原材料需求的最大来源。2008 年，全国房屋新建筑开工面积大幅下滑，预示整体经济增速很快就会放缓。

和同步指数一样，中国先行经济指数六项构成指标的权重都是一样的，并且都针对波动幅度作了调整。这也就意味着波动幅度过大的指标不会主导同步指数的最终数值。

2009 年筛选数据时，世界大型企业研究会最初选定的构成指标的确让人称道，但这些指标也并非尽善尽美。消费者预期指数在预测零售额走势方面的表现一直欠佳，供应商配送时间指数波动过于剧烈，中国央行的扩散指数又是每三个月才公布一次。世界大型企业研究会也了解这些不足之处，他们表示，当前选定的这些指标只是临时性的，如果能够找到新的、更好的数据，以后还会调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 2.12 综合经济指数表

	项目＼时间	2010 年			6 个月
		4 月	5 月	6 月	12－6 月
1▶	先行经济指数	144.6	145.9(修正)	147.0(初值)	
	百分比变化	0.0	0.9(修正)	0.8(初值)	3.7
2▶	扩散指数	16.7	83.3	50.0	66.7
	同步经济指数	183.0	184.6	186.4(初值)	
	百分比变化	1.4	0.9	1.0(初值)	7.6
	扩散指数	100.0	80.0	80.0	100.0

数据来源:世界大型企业研究会

1. 市场最关注的就是最新发布的先行经济指数,指数反映的是世界大型企业研究会对未来数月经济增长前景的评估。指数加速上升,表明未来数月经济增长步伐也会加快;指数升势放缓,表明经济增速也会放慢。1986 年以来发布的历史数据都曾准确预测过商业周期的起伏以及经济增长速度的变化。但这也不足为奇,先行经济指数就是以历史数据为基础开发出来的。中国先行经济指数是从 2010 年 5 月起才开始发布的,由于发布时间较短,目前还很难判断指数的预测能力有多强。不过目前来看其实也还算不错,从表 2.12 来看,2010 年 6 月的数据显示,先行经济指数为 147.0,较 5 月份上升 0.8%。5 月份则较前月上升 0.9%,说明经济增长前景稳定。和许多职业经济学家相比,先行经济指数的预测结果要准确得多。经济学家预计,中国经济增长速度将大幅下滑,事实却是,中国经济在 2010 年下半年一直在稳定增长。

2. 某一两项或多项指标的剧烈波动都有可能影响到先行经济指数的最终数值。扩散指数考察的就是每个分类指标对先行经济指数最终数值的影响程度。如果扩散指数数值较高,那就表明所有指标的升幅较为平均。一般而言,如果先行经济指数异动是建立在所有指标、而不是某一两个指标异动的基础上,那就应该格外关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

世界大型企业研究会的先行经济指数最初推出的过程并不顺利。2010年4月，也就是该项数据正式发布的第一个月，指数统计过程中就出现了一个计算失误，随后不得不对数据进行向下修正。指数修正的当天，中国股市暴跌，上证综合指数狂跌3.1%。实际上，考虑到全球市场也在急剧下跌，而中国投资者又基本上还不了解世界大型企业研究会及其最新推出的先行经济指数，所以数据向下修正与股市暴跌可能只是巧合。但这的确不是个好兆头，而且，第二个月数据再次出现计算失误，这对一个刚刚面世的经济指标来说无异于雪上加霜，当时财经媒体纷纷对数据大加讨伐。但数据还在起步阶段，随着先行经济指数的预测能力渐渐为人所知，我们有理由相信投资者会逐步关注这项数据的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济合作与发展组织的综合领先指标

市场敏感度：低

指标含义：一项衡量中国经济整体前景的综合性指标，主要捕捉经济增长过程中的拐点。

中文链接：无

英文链接：http://stats.oecd.org/index.aspx

发布时间：每月的 10—15 日前后发布上月数据。

发布频率：按月

数据来源：经济合作与发展组织（Organization for Economic Cooperation and Development，简称 OECD）

有无修正：有修正，会根据最新数据定期进行小幅修正。此外，作为例行审查程序，所有数据每五年会修正一次。

为什么重要

许多经济学家都在试图开发可以预测中国经济前景的模型。国家统计局有一套经济领先指标，世界大型企业研究会也有一套类似的指标，现在又多了 OECD 的综合领先指标。与国家统计局和世界大型企业研究会的统计方法类似，OECD 也是将分析师认为可以预测经济增长周期的指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标罗列在一起编制而成。关注综合领先指标可以帮助市场判断中国经济会在何时触底,又会在何时见顶。

编制方法

综合领先指标包括多项先于工业产值周期波动的分类指标。这项指标最早于2006年推出,当时只有六个分类指标:广义货币供应量(M_2)、港口吞吐量、化肥产量、企业存款、亚洲进口量、有色金属产量。很遗憾的是,不论是2008年出现的经济滑坡,还是2009年出现的经济反弹,这套分类指标都没有预测到。OECD自己也承认,最初筛选的这套分类指标与其说是领先指标,还不如说是同步指标。2010年,OECD开始对数据进行改革,一些老的指标被果断地砍掉,同时又增添了一些全新的指标。最终有幸进入综合领先指标统计体系的分类指标包括:

- M_2:由中国央行发布的广义货币供应量数据。货币供应量增速非常有助于预测经济增长速度的变化,同时也是国家统计局先行指数的一个构成指标。

- 化肥产量:由国家统计局发布的月度指标。从经济学的角度来说,很难理解为何将化肥产量作为领先指标,但OECD也有经济计量学上的依据,事实证明,这项指标能够较好地预测工业产值的增长周期。

- 粗钢产量:国家统计局发布的月度数据。钢材在中国的工业产值中具有举足轻重的地位,同时它也是制造业和建筑业重要的生产资料,所以有很强的预测属性。

- 5000家工业企业海外订单水平:由中国央行发布的季度数据。海外订单有助于预测出口行业的发展趋势,但由于每季度才发布一次,在数据不公布的那两个月OECD只能依靠估算。

- 商品住宅施工面积:国家统计局发布的月度数据。房地产投资约占中国经济整体投资规模的20%,商品住宅施工面积可以预测市场对建筑材料的需求变动。

- 汽车产量:国家统计局发布的月度数据。十年来,中国本土汽车

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产量迅速攀升,20世纪90年代初每年只有区区几十万辆,到2010年,每个月本土汽车产量已超过100万辆。汽车行业也是钢材及其他工业产品需求的主要驱动因素。

- 沪市成交额:就像吃北京烤鸭少不了甜面酱,股市对中国投资者而言也是不可或缺的投资领域。市场人气对经济前景的变化非常敏感。2008年,在工业产值下滑前,沪市成交额已连续几个月出现萎缩,随后,在2009年经济反弹前,成交额又连续几个月放大。

六个分类指标所占的权重比例是一样的,同时OECD也对指数的波动幅度作了处理,以免波动幅度较大的指标对最终数值的影响过大,而波动幅度较小的指标又根本无法产生影响。各项指标在处理之前也经过了季节因素调整、平滑处理和去趋势化。平滑处理是指考察指标的移动均值而不是最新数值。去趋势化这个词不常见,大意是指OECD会将符合长期趋势的波动迹象与不符合趋势的波动迹象剥离开来。

OECD数据的计算和发布都会经过一套滚动式程序。也就是说,根据现有数据,当月的综合领先指标会在下个月发布,一个月后又会根据所获得的新数据进行重新计算和重新发布。由于每个月的新数据都会影响到OECD对往期趋势的估算,所以OECD会对历史数据频繁进行小幅修正。

解读数据

OECD的网站内容庞杂,界面也让人晕头转向,因此要找到数据着实不易。在谷歌(Google)上搜索"OECD CLI"要快捷一些,可以直接找到网站的相关部分。

幸运的是,解读数据要比找到链接简单多了。与中国综合领先指标同时发布的,还有所有OECD成员国的综合领先指标,此外还有其他五个新兴市场经济体的综合领先指标,OECD认为,这五个国家的数据也有助于把握全球经济前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.13　OECD 综合领先指标

国家 时间	澳大利亚	奥地利	[…]	中国
2008 年 9 月	100	98.3		97.5
2008 年 10 月	99.6	98.3		97.1
[…]	[…]	[…]		
2009 年 11 月	99.7	99.8		101.8
2009 年 12 月	100.0	100.1		101.9
2010 年 1 月	100.3	100.4		101.8
2010 年 2 月	100.5	100.7		101.8
2010 年 3 月	100.7	101.0		101.6
2010 年 4 月	100.7	101.2		101.5
2010 年 5 月	100.8	101.5		101.3
2010 年 6 月	100.8	101.8		101.1

数据来源:OECD

乍一看去,老的综合领先指标准确地预测了 2008 年的金融危机。数据显示,2007 年 12 月,综合领先指标下滑了 0.7,说明未来经济增速可能会放缓。其实,如果按照其他指标的去趋势化操作对工业增加值增速进行同样的处理,那么工业增加值增速在 2008 年年初就已经开始下滑。老的综合领先指标与其说是一项领先指标,还不如说是一项同步指标,所以 OECD 才会在 2010 年年初对数据系统进行大规模改革。

新的综合领先指标在预测 2010 年以前经济周期变化方面的能力很强。1990 年以来,综合领先指标平均会在工业增加值增速见顶或触底前的 3 ~4 个月作出反应。但这也不足为奇,顶多也就是事后诸葛亮而已,更何况,综合领先指标各项构成指标最初能否入选正是以这一时期的数据作为尺度。真正的问题是,综合领先指标能不能准确预测未来的经济增长趋势。

改进后的综合领先指标推出的时间还很短,所以它的预测能力有多强目前还无法判断。但它却说明了一个问题,要想判断中国经济未来的前景委实不易。2010 年 6 月,综合领先指标从 5 月份的 101.3 降至 101.1,2009 年 12 月为 101.9,表明进入 2010 年下半年后,工业产值增速

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将持续放缓。但实际情况却是,2010 年 6 月指标下滑只是暂时性的,因为中国政府出台了大规模流动性举措,年底前的几个月经济增速获得了支撑。

考虑到政策因素在决定中国经济增长步伐方面发挥着举足轻重的作用,因此不论是 OECD 的综合领先指标、国家统计局的先行指数,还是世界大型企业研究会的中国经济先行指数,我们在解读的时候都要谨慎,不可过度依赖数据。如果中国政府作出像 2008 年夏季那样重大的决定,譬如决定加速或放缓对投资项目的审批、允许银行加大信贷投放力度或缩小信贷规模,经济增速都会受到显著影响。但在政策决定公布前,政策的影响是不会在任何数据中显现的,因此自然也无法反映到各项领先指标中。

市场影响

由于 OECD 综合领先指标的各项指标构成都已提前公布,同时改进后的指标推出年限较短,目前还无法判断它的预测能力,因此这项指标不是市场当前关注的重点。但 OECD 发布的其他主要经济体综合领先指标会引起一定的关注,如果改进后的中国综合领先指标逐步显现出良好的预测能力,市场也会转而关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

投资和房地产



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定资产投资

市场敏感度：中

指标含义：固定资产投资报告，按投资种类及行业划分，数据为自年初累计值，单位为亿元，同时会发布名义环比和同比数据。

中文链接：www. stats. gov. cn/

英文链接：www. stats. gov. cn/english/

发布时间：每个月 11 日上午 10:00 发布上月数据。3 月、6 月、9 月和 12 月的数据会顺延，与季度 GDP 数据同时发布。

发布频率：按月；1 月和 2 月的数据同时发布。

数据来源：国家统计局

是否修正：无

为什么重要

实现经济增长只能通过三种方式：增加资本投入、增加劳动力投入或是改进生产技术。中国政府也深谙其中的道理。人口增长可以解决劳动力问题。为增加资本投入，中国效仿了日本和韩国这两位亚洲近邻的做法，即采取明确的政策鼓励储蓄并增加投资。

- 节俭是中国文化中崇尚的美德，同时中国的公共福利较为薄弱，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上中国人观念中对老无所依的畏惧，所以中国的居民储蓄率一直较高。

- 国有银行携手国有企业及地方政府，将储蓄资金引入重点项目。
- 由于中国政府将存贷款利率设置在较低的水平，而居民又有较强的储蓄意愿，所以资金成本可以保持在低廉的水平。
- 如果居民储蓄资金不足以解决投资所需，国有企业还可以依靠垄断利润。

这种政策组合的结果，就是三十年来中国工业基地及基础设施的投资规模一直在突飞猛进，而房地产投资又是其中的重头戏。中国国民可能还不富裕，但由于固定资产投资迅速增长，中国已从一个一穷二白的贫穷国度成长为全球经济大国。

对于那些担心中国经济增长模式失衡的人来说（过度依赖投资增长来驱动经济，而消费的拉动作用微乎其微），固定资产投资数据的确堪忧。2009 年，中国城镇固定资产投资飙升至 19.3 万亿元，较上年同期增长逾 30%，相当于 GDP 的 56%。但也不能因此妄下结论，认为过度投资所带来的经济泡沫随时可能破裂。固定资产投资数据尽管可以考察中国资本投入水平，但它也有局限性。固定资产投资是一项衡量资本支出水平的总体指标。如果 A 公司投资生产一台机械，并将其出售给 B 公司，那么中国的机械库存就增加了一台。使用支出法计算的 GDP 数据在计算资本形成总额时只会计入最初的那一笔投资。但固定资产投资数据不仅计入了 A 公司的最初投资，还计入 B 公司买进机械的投资。如图 3.1 所示，由于统计方法存在差异，固定资产投资的规模和增长速度要远高于资本形成总额的规模和增长速度。根据支出法计算的 GDP 数据显示，2009 年中国新增资本规模为 15.7 万亿元，较上年同期增长 22%，相当于 GDP 的 45%。因此，支出法 GDP 数据可以更准确地衡量中国资本投入规模的变化。但由于支出法 GDP 数据每年才公布一次，因此市场将月度固定资产投资数据作为一个不错的替代指标，用它来判断中国整体投资活动的强劲程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

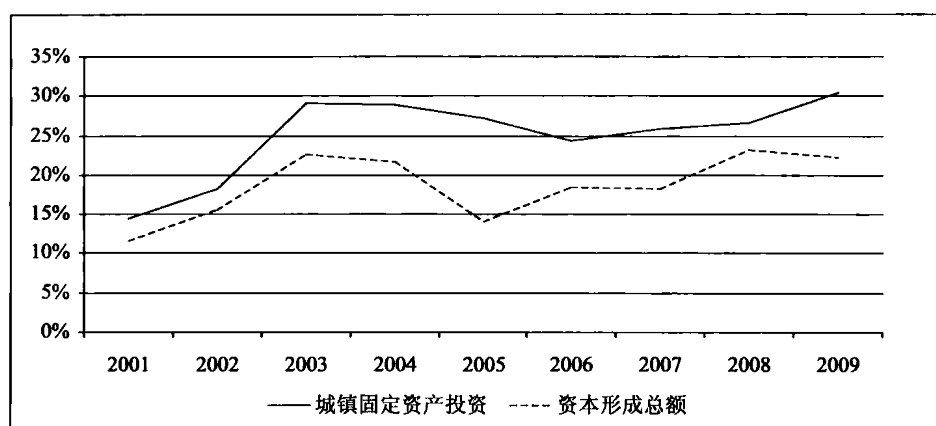


图 3.1 城镇固定资产投资和资本形成总额对比(同比增幅)

数据来源:国家统计局,作者计算

编制方法

国家统计局在采集数据时会将固定资产投资分为两大类:房地产投资和其他投资。

房地产行业规模最大的 8000 家开发商直接向国家统计局上报投资支出数据,规模较小的企业则向地方统计部门上报数据,地方统计部门再通过省级统计部门向国家统计局上报。

其他投资项目只有投资规模超过 500 万元才会纳入调查范围。中央政府经管的项目(如铁道部的铁路建设项目)向国家统计局直接上报数据。地方统计部门会负责采集地方项目的相关数据,并逐级上报给上级主管部门。投资项目有没有得到地方政府的行政批准是划分地方项目是否需要纳入统计范围的标准。

2011 年,为提高固定资产投资数据的质量,国家统计局作了两大调整:

- 统计起点标准从 50 万元上调至 500 万元。此前,由于入选标准偏低,2010 年入选项目的数量激增至 661000 个,1997 年只有 159000 个,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长了三倍多。由于投资项目太多,其中又有很多规模较小的项目,而且数据上报能力不足,因此国家统计局很难准确追踪投资领域的活动。入选标准提高到500万元以后,项目的数量减少了,追踪起来更加容易,而且数据的质量也提高了。

● 在2010年以前,月度数据只覆盖城镇固定资产投资,这部分投资相当于总投资规模的80%。从2011年起,数据中也开始计入农村企业的投资,调查范围有所扩大。目前只有农村家庭的投资不在统计范围以内,而这部分投资在总投资中的比例非常小。年度总投资数据包括了农村家庭的投资支出,后者是通过样本调查采集编制而成。

采用新方法以后,数据的质量和覆盖范围应该都会有很大的改进。但由于样本设置已经发生变化,因此,我们在对比2011年前后的数据时需要格外谨慎。

解读数据

表3.1 固定资产投资(2010年6月)

	项目	实际完成		比重(%)	
		自年初累计	比去年同期增长(%)	自年初累计	去年同期
1▶	一、投资完成额(亿元)	98047.38	25.5	100	100
2▶	其中:国有及国有控股	40453.61	21.5	41.3	42.6
3▶	其中:住宅	19747.12	38.1	20.1	18.3
	1. 按产业分				
	第一产业	1682.03	17.8	1.7	1.8
	第二产业	41517.94	22.3	42.3	43.5
	第三产业	54847.41	28.4	55.9	54.7
	2. 按隶属关系分				
	中央项目	7443.24	13	7.6	8.4
	地方项目	90604.14	26.7	92.4	91.6
	3. 按建设性质分				
	新建	47067.07	28.8	48	46.8
	扩建	14362.35	11.6	14.6	16.5
	改建	12283.23	21.1	12.5	13

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

项目	实际完成		比重(%)	
	自年初累计	比去年同期增长(%)	自年初累计	去年同期
4. 按构成分				
建筑安装工程	60364.85	24.2	61.6	62.2
设备工器具购置	20150.52	21.2	20.6	21.3
4▶ 其他费用	17532	36.1	17.9	16.5
二、房屋面积(万平方米)				
施工面积	500319.21	24		
其中:住宅	278874.24	23		
竣工面积	43443.71	13.6		
其中:住宅	24684.14	17		

数据来源:国家统计局

1. 市场主要关注的是同比增幅,它可以告诉我们中国的投资活动是停滞还是增长。但对于整体投资规模的变化需要谨慎解读,具体原因如下:

- 数据是名义值,也就是说没有剔除价格变动的影响。中国的许多数据都是按照名义值公布。但价格变动对固定资产投资数据的影响更大,因为在房地产开发投资中,土地及原材料等生产要素的价格波动非常明显。2008 年夏季是大宗商品牛市的鼎盛时期,2009 年年初大宗商品价格跌入低谷,在这段时间里,中国钢铁价格下跌了 40%。要想剔除价格因素的影响着实不易。有一个方法虽然不是尽善尽美,但在操作上颇为可行,即通过月度 PPI 来平减通货膨胀的影响。经过物价平减操作后,与名义值相比,实际投资规模的波动出现了明显的高峰和低谷。

- 数据是自年初累计后的数值。这对每年年初几个月的数据没有太大影响,但进入 11 月以后,几乎每个建筑工地都会停工,而固定资产投资增幅数据却丝毫反映不出这种变化。从自年初累计数据中很容易就可以剥离出单月数据,我们会发现,单月数据的波动幅度要比自年初累计数据的波动幅度更加明显。之所以会出现这种状况,主要是由两个原因所致。第一,从本质上来说,投资活动本身就有起有落。重大工程开工和竣工会对数据造成重大影响。其次,中国政府也在通过投资项目审批来掌控经济增长的节奏。如果经济增长过快,政府就会减缓新项目的审批节

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奏;如果经济增长过慢,政府就会放手加快审批。这样做的结果,会导致投资活动在某些月份势如潮水,而在另一些月份又会行将枯竭。2011 年年初,国家统计局开始发布固定资产投资的环比增幅数据。与同比数据相比,环比数据可以帮助我们更好地把握当前的经济增长动能,因此可能会受到市场的关注。

- 由于数据会表现出明显的季节性特征,因此并不一定可以反映出投资水平的实际变化。根据官方数据,投资增速会在年初加快,春夏两季会趋于稳定,之后会在 9 月份前后开始减速。12 月份的投资水平通常会显著回落,不过这从自年初累计的数据中反映不出来。之所以会出现这种季节性特征,可能不是因为投资水平发生了变化,而是因为投资数据的上报环节出现了问题。每年年末,企业的投资额度都会耗尽。但企业一般都不会放缓投资速度空等政府审批,他们往往会先行启动新的投资项目。等 1 月份拿到新的投资额度以后,再把上年年末几个月发生的投资活动一并上报,这就给人感觉所有投资项目都是刚刚启动。这从新开工项目数据中就可以反映出来:每年年末新开工项目数量会显著降低,之后又在第二年年初强劲回升。

如图 3.2 所示,国家统计局发布的自年初累计名义值会让人产生误解,以为投资增长趋势过于稳定,没有什么起伏。但从剔除通胀因素影响后的单月数据来看,变化还是非常明显的,起伏跌宕是常态。

2. 由于利润空间巨大、信贷和公共融资渠道通畅,国有企业往往可以顺利落实投资资金。2009 年上半年,在中国政府出台经济刺激措施以后,国有企业投资较上年同期飙升超过 41%,远高于整体固定资产投资 33% 的增速。

3. 房地产业是对整体投资贡献最大的一个行业,约占 20%。除了公布房地产开发投资的总体规模,国家统计局还会公布包括建设及销售数据。这部分数据会在下一节谈到。

4. 月度固定资产投资数据中也包括了土地购置数据,土地价格过高或波动幅度过大,都会对固定资产投资水平和增幅产生重大影响。购地投资数据可以在固定资产投资的“其他支出”中找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

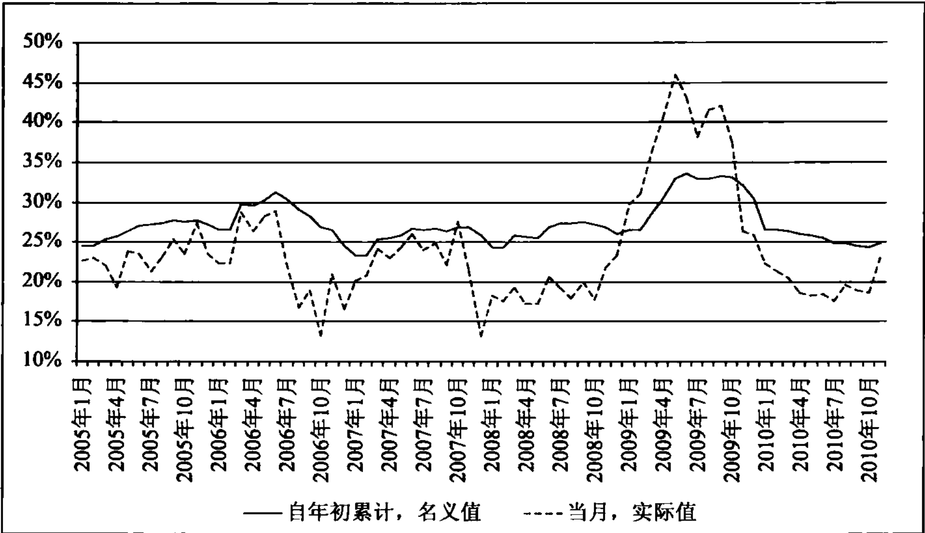


图 3.2 固定资产投资:自年初累计名义值和当月实际值对比(同比增幅)

数据来源:国家统计局,作者计算

表 3.2 各行业固定资产投资(2010 年 6 月)

指 标	按总量分		按比重分	
	自年初累计(亿元)	比去年同期增长(%)	自年初累计(%)	去年同期(%)
[···]				
1▶ 制造业	31108.58	24.9	31.7	31.9
黑色金属冶炼及压延加工业	1538.28	9.4	1.6	1.8
有色金属冶炼及压延加工业	1255.02	34.2	1.3	1.2
通用设备制造业	2268.00	18.3	2.3	2.5
专用设备制造业	1780.20	28.2	1.8	1.8
交通运输设备制造业	2721.67	25.4	2.8	2.8
电气机械及器材制造业	2006.40	37.2	2	1.9
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	1508.85	44.1	1.5	1.3
[···]				
2▶ 交通运输、仓储和邮政业	10265.69	25.1	10.5	10.5
其中:铁路运输业	2244.50	22.5	2.3	2.3
道路运输业	5067.83	27.1	5.2	5.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指　标	按总量分		按比重分	
	自年初累计（亿元）	比去年同期增长（%）	自年初累计（%）	去年同期（%）
城市公共交通业	861.29	7.1	0.9	1.0
水上运输业	756.99	23.9	0.8	0.8
航空运输业	372.36	43.4	0.4	0.3
[···]				

数据来源：国家统计局

1. 不是所有人都看好中国经济增长前景。对于那些悲观的人来说，一个让人担忧的问题是，大规模投资可能会导致中国经济产能远远超出需求水平。这些人认为，一旦出现这种结果，后果会比经济降温还要严重。在中国，生产过剩会导致商品价格下降，利润受侵蚀，工业领域受到冲击，也就是说，企业破产在所难免。在海外，生产过剩也就意味着中国会继续占据全球市场的领先份额，但如此一来，其他国家都会受到威胁，贸易摩擦会加剧，会给全球经济增长前景蒙上阴影。如看空中国的人士判断正确、中国果真存在生产过剩，那么这种过剩也只是出现在某些行业而已。因此市场格外关注各行业的投资数据。以有色金属行业为例，如果该行业的投资水平激增，那可能就意味着中国原本就已规模庞大的铝材加工行业仍在扩张，这对于第二年的全球铝价来说未必是好消息。黑色金属行业投资激增则可能意味着中国又在扩建钢铁企业，考虑到中国目前已经是世界头号钢铁生产大国，未来的钢铁价格前景堪忧。

2. 行业明细数据可以帮助我们考察中国的基础设施投资水平。水泥行业在中国经济发展过程中占据了重要地位，交通、电力和水利设施在中国国民经济中的比重也居于新兴市场前列。中国政府对基础设施项目的控制程度也很高，因此可以通过控制投资来控制经济增速。2009 年，中国大举投资基础设施项目，中国经济因此得以保持高速运转。2009 年城镇固定资产投资整体增长 30.5%，但铁路投资增长了 67.5%，公路增长 40.1%，城镇交通增长了 59.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

股市:投资是拉动中国经济增长最重要的驱动力,因此投资数据表现强劲会对股市构成利好。但在国家统计局发布的月度数据中,投资数据在判断经济增长动能方面的优势不如工业增加值数据。

大宗商品市场:投资是中国市场金属需求的主要来源,同时投资水平和能源需求的联系也非常紧密。因此大宗商品市场会密切关注投资数据。

外汇市场:国内投资规模强劲增长可以促使中国政府允许人民币加速升值,特别是在进口大宗商品价格高企的情况下。但投资数据不是影响中国汇率水平的主要因素。中国投资规模强劲增长可能会对澳元等大宗商品货币构成提振。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产价格、投资、销售及建设

市场敏感度：高

指标含义：月度房价数据（同比及环比增幅）、投资数据（自年初累计、名义值、单位为亿元、同比增幅）、销售（自年初累计，名义值，单位为亿元、万平方米，同比增幅）以及房地产市场建设数据。

中文链接：www. stats. gov. cn/

英文链接：www. stats. gov. cn/english/

发布时间：投资、建设及销售数据是在每月 11 日的上午 10 点发布，价格数据是在每月 18 日发布。

发布频率：按月；1 月和 2 月的投资、销售、建设数据一起发布。

数据来源：国家统计局

是否修正：无

为什么重要

2009 年，一部名叫《蜗居》的电视剧红遍中国大江南北，吸引了大批热心观众，其中也包括年轻教师、记者及律师等专业人士。在《蜗居》热播的日子里，数百万观众每天下班以后匆忙赶回家中，一进门就打开电视机，坐在沙发上观看长达 35 集的《蜗居》。观众的内心和主人公的命运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一起沉浮,一起感受买房过程中的酸甜苦辣。每个中国人的内心深处都有一个梦想,那就是拥有一套属于自己的住房,但在当代中国,这个梦想却让人遥不可及。

中国对房地产行业的迷恋很容易理解。自从上世纪 90 年代中国放开住房市场以来,房价一直在直线上升。幸运的人在公房私有化的过程中得到了住房,精明的人则在房价上涨前买了房:这两类人都从房价上涨中小有获利。但对那些后来再想买房的人来说,情况就完全不同了。在房价迅速上涨的背景下,大部分人只能买得起年代最久、面积最小、地段最偏的住房。考虑到中国地域之辽阔、国情之复杂,很难笼统地比较平均房价和平均收入。但在北京,一套面积狭小、设施简单、地处偏远地段的二手房也可能要花费 100 万元,相当于北京市人均年收入的 30 倍。而在纽约,这一比例也才 8 倍左右。

对开发商来说,高房价也就意味着高利润。中国的房地产泡沫造就了住房建设市场热火朝天的繁荣景象,全国各地的开发商争先恐后地把更大、更好的楼盘推向市场。由于投资规模连年扩大,房地产业已成为对国民经济贡献最大的一个行业。房地产投资占到了 GDP 的 10%,如果再加上钢铁、水泥及其他建筑材料的间接贡献,这一比例还会更高。中国市场的房地产开发需求是全球铁矿石需求最有力的驱动因素。进入 2000 年后,在房地产繁荣局面的带动下,中国轻松实现 GDP 两位数的增幅,铁矿石价格也飙升至纪录高位。2008 年下半年,随着全球金融危机的爆发,国内形势也雪上加霜,房地产泡沫破裂后,全球金属价格失去支撑,2009 年第一季度,中国 GDP 同比增速降至 10 年低点 6.6%。

2008 年,随着中国政府出台房地产调控措施,房地产泡沫开始破裂,这也说明了政策因素在中国房地产市场的发展过程中所起到的关键作用。截至 2010 年年底,中国城镇居民占总人口的比例为 49.6%,随着城市化进程的推进,中国政府希望将这一比例提高到接近 60%,这是推动城市住房需求增长的主要力量。随着国民收入迅速增长(尽管实际增速要低于国家统计局公布的增速),中国人越来越希望提高住房质量。但无论是城市化进城,还是国民财富的增加,都无法单独支撑起中国房地产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场十年来的繁荣局面。基本需求可能为市场繁荣创造了契机,但中国的金融系统回报率过低也导致资金转向房地产领域寻求更高回报,这也是楼市繁荣的又一重要推动力。由于中国的实际存款利率过低甚至为负值,而中国股市又像过山车一样让人心惊胆战,房地产市场似乎就成了不错的投资对象。中国居民将房地产市场作为投资对象,因此房价可以出现大幅飙升,而房价上涨又相应吸引更多资金流入房地产市场。大城市的房价已达到当地居民平均收入的数十倍。投机人士对此漠不关心。唯一可以制约房价上涨空间的因素就是资金面的松紧。由于蜗居群的购房梦越来越遥不可及,房价泡沫可能会导致无房族的不满情绪愈演愈烈。但对政府来说,一方面是房地产行业对国民经济的贡献,另一方面则是房价过高对社会稳定的负面影响:政府在二者之间如何权衡直接决定了中国房地产市场的发展趋势。

编制方法

中国的房价数据引起了不小的争议。外界普遍认为,官方数据低估了房价上涨的程度。国家统计局发布的数据显示,2009 年中国房价平均仅上涨 1.5%,这在中国国民中激起一股愤慨情绪。从私营研究机构统计的数据以及有意购房者的实际感受来看,房价的涨幅远远不止 1.5%。搜房网编制了一套综合性住房数据系统——中国房地产指数系统;以这套系统为基础计算出的数据显示,2009 年中国九大城市的商品房价格上涨了 9.4%。不过国家统计局也是有苦难言,2009 年的房价同比增幅覆盖了全年的房价变动情况,而在 2009 年的前五个月,房价实际上是下跌的,这就压低了全年房价增幅。此外,批评人士往往太过关注东部沿海地区的楼市热点,而在这些地区,由于投机盛行,房价自然会迅速上涨。官方数据 1.5% 的增幅是针对全国平均水平而言,其中也包括投机活动较少、房价涨幅较小的中西部省份。但即使是在东部沿海城市,国家统计局的数据和私营研究机构的数据之间仍有显著差异。以北京为例,国家统计局的数据显示,2009 年房价上涨 5.7%。搜房网数据显示,房价上涨了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

26.5%。因此我们很难不得出这样的结论,即官方数据系统的数据整体偏低。

国家统计局也没有无视公众对房价指数的不满情绪。2010 年,国家统计局局长马建堂承诺,将对房价数据进行重大改革。2011 年年初,统计人员开始采用新系统来采集和发布房价数据。尽管新系统解决了不少问题,但也有很多问题应运而生。其中争议最大的一项调整,就是停止发布全国房价平均涨幅数据。统计局的解释是,全国平均数据会稀释重要区域之间的差异。这倒也是实情,但全国平均数据是了解中国房地产市场动态的一个最直观的指标,因此广受关注。有人愤愤不平,认为国家统计局的真实用意,是不希望房价数据成为争议焦点,不希望引起社会不满,也不希望外界质疑统计人员的职业道德。

2011 年年初开始实施的其他数据改革都是技术性的调整,如果实施得当,数据的质量和细节都会有所改进。

- 在统计新房数据时,国家统计局放弃了通过地方官员进行房价抽样调查来采集数据的做法,转而采集由地方房管部门记录的交易数据。老系统中的样本很难及时反映最新高端住房对平均房价的影响。此外,地方官员在采集数据时往往会选择具有代表性的交易,这令外界怀疑地方官员为掩盖房价的实际涨幅而人为调低数据。新系统覆盖了所有交易数据,同时地方官员也无法对数据进行人为修饰,因此新系统统计出的数据有助于我们更准确地把握房价的涨幅。截至 2011 年 2 月,70 个大中城市中有 54 个城市已开始采用新系统,余下 16 个城市则在作必要准备。二手房数据仍在通过调查采集,城市数据覆盖了至少 75% 的二手房交易。

- 数据包括了更多细节。70 个大中城市房价数据不仅包括新建住宅价格指数及新建商品住宅价格指数,还包括了二手住宅价格指数。新建住宅和新建商品住宅的区别在于,前者包括了经济适用房(房价更低,涨幅更慢)。新建商品住宅和二手住宅价格指数分别包括了 90 平方米以下、90 ~ 144 平方米及 144 平方米以上住宅的价格变化。之所以设定 90 平方米和 144 平方米这两个界限,是因为在中国,面积较小的住宅更容易负担,因此政府鼓励开发商建设面积低于这两个标准的中小户型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 3.3　新建住宅价格指数(2011 年 1 月)

1 ▼

城市	环比	同比	定基
北　京	100.8	106.8	102.4
天　津	100.9	106.7	103.1
石家庄	100.8	111.5	106.3
太　原	100.2	102.1	100.8
呼和浩特	100.1	106.8	102.8
沈　阳	100.4	108.8	104.2
大　连	100.0	106.6	103.3
长　春	100.4	106.9	102.6
哈尔滨	100.2	107.3	103.6
上　海	100.9	101.5	100.8
[⋯]			
西　安	101.1	105.6	102.2
[⋯]			
唐　山	100.0	103.8	101.1
秦皇岛	100.8	110.4	105.8
包　头	100.0	108.0	103.9
丹　东	100.5	112.3	108.2
锦　州	100.8	108.1	103.6
吉　林	101.7	109.2	105.7
牡丹江	101.5	109.9	106.4
无　锡	100.8	103.4	101.9
扬　州	101.0	104.9	102.8
徐　州	101.0	103.4	101.8
[⋯]			
三　亚	100.4	119.1	100.8

◀2

数据来源：国家统计局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 房价温和上涨及房价增速低于收入增速肯定不是酿成无房族问题的主要原因。但如图 3.3，官方统计数据显示，恰恰是这两个因素催生了无房族。此前发布的全国平均房价指数显示，2006—2010 年，全国平均房价累计上涨了 23%。另一项由国家统计局发布的数据则显示，同期城镇居民人均可支配收入增长了超过 43%。而搜房网数据则显示，期间九大城市平均房价上涨了 63%。官方数据和私营数据之间的分歧表明，大城市的房价涨幅要远远高于收入增幅。

国家统计局于 2011 年年初开始采用新的数据采集系统，希望能够借此更准确地捕捉房价变动状况。截至 2011 年 2 月，只有两个月的数据是依据新系统编制，因此不足以让我们详细了解数据的准确性。但从新系统采用初期的情况来看，形势并不乐观。2011 年 1 月的数据显示，上海和广州的房价分别较上年同期上涨了 1.5% 和 0.1%。而搜房网数据则显示，两地房价分别上涨了 23% 和 31%。数据仍然存在分歧，这可能是因为，国家统计局在 2011 年年初的几个月同时采用了新老两套系统的数据。到底采用新系统以后官方数据的数值会不会仍然偏低，到 2012 年年初就可以揭晓。

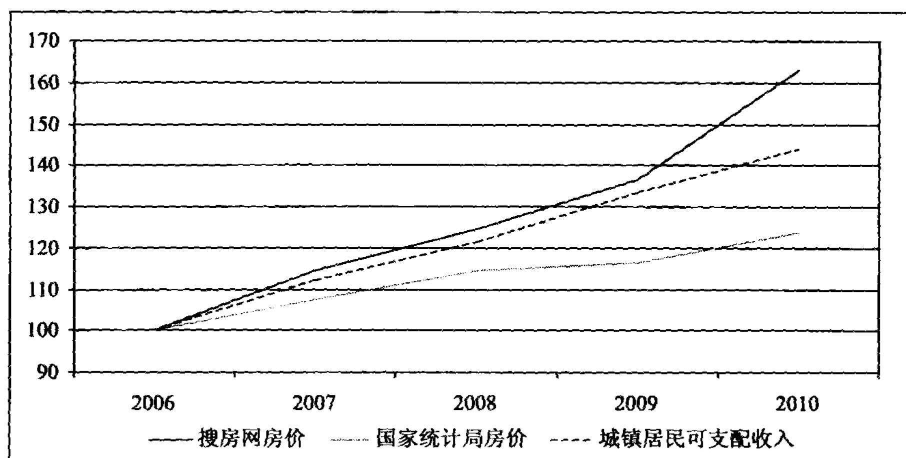


图 3.3 房价变化和人均城镇居民可支配收入对比

注：以 2006 年为基值 100

数据来源：国家统计局，搜房网，作者计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 中国幅员辽阔，国情复杂，因此地方房地产市场数量多，差别大。上海某豪华公寓的价格肯定有别于甘肃棚户区的价格，就好像纽约富人区顶层豪华公寓的价格肯定有别于肯塔基州房车的价格。70 个大中城市房价数据反映了全国各地房价的变动情况。中国的房地产泡沫到底是全国性的，还是只局限于特定的住房类型和特定的城市，从数据中可以窥见一斑。表 3.3 的 2011 年 1 月份数据表明，旅游胜地三亚的房价同比上涨 19.1%，工业和煤矿中心唐山的房价只上涨了 3.8%，这主要是因为唐山的房地产投机活动相对较为清淡。

表 3.4　新建商品住宅价格指数

城市	环比	同比	定基
北　京	101	109.1	103
天　津	101	107.6	103.5
石 家 庄	100.8	111.7	106.5
太　原	100.2	102.2	100.8
呼和浩特	100.1	107	102.9
沈　阳	100.4	109.8	104.6
大　连	100	106.6	103.3
长　春	100.4	107.1	102.7
哈 尔 滨	100.2	107.6	103.7
上　海	101.1	101.8	101
[...]			
唐　山	100	104.1	101.2
秦 皇 岛	100.9	111.5	106.5
包　头	100	108.1	103.9
丹　东	100.6	112.3	108.2
锦　州	100.8	108.1	103.6
吉　林	101.7	109.5	105.9
牡 丹 江	101.5	110	106.5
无　锡	100.9	103.6	102.1
扬　州	101.1	104.9	102.9
徐　州	101	103.5	101.9

数据来源：国家统计局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投机人士眼里，各地的住房肯定是有差别的。对于那些买得起房的中国人来说，最好的投资对象肯定是一线和新兴二线城市的新建高端住宅。由于高端市场是投机活动的主要目标，高端市场房价上涨的速度也最为迅猛。如表3.4所示，2011年1月份的数据显示，北京市新建商品住宅的价格同比上涨了9.1%，表3.3所显示的新建住宅价格则上涨了6.8%。之所以会出现这种差异，是因为新建住宅中包括了经济适用房，所以数值偏低。新建商品住宅不包括经济适用房，所以可以更准确地反映私营市场房价的变动。

国家统计局同时也发布二手房房价的变动数据。2011年1月的数据显示，北京市二手房房价仅上涨了2.6%。由于文化上的原因，中国人一直对二手房没有好感。地上铺着板砖的胡同可能会吸引游客前来观光，但谁都不愿居住在没有供暖和现代化管道设施的住房里。由于有购买能力的购房者通常会关注新建商品住宅，二手房价格的涨势要平缓得多。

表3.5 房地产投资(2011年2月)

指标	2月		自年初累计	
	绝对值	同比增幅(%)	绝对值	同比增幅
房地产开发投资完成额(亿元)			4250	35.2
1▶ 住宅建设			3014	34.9
商品房屋施工面积(万平方米)			291472	39.0
2▶ 商品住宅施工面积			224049	38.9
商品房屋本年新开工面积(万平方米)			19083	27.9
3▶ 商品住宅本年新开工面积			14838	25.4
商品房竣工面积(万平方米)			6952	13.9
商品住宅竣工面积			5366	12.1
商品房销售面积(万平发米)			8143	13.8
4▶ 商品住宅销售面积			7282	13.2
办公楼销售面积			192	26.4
商业营业用房销售面积			478	8.7
商品房销售额(亿元)			5242	27.4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

指标	2月		自年初累计	
	绝对值	同比增幅(%)	绝对值	同比增幅
商品住宅销售额			4471	26.2
办公楼销售额			244	46.3
商业营业用房销售额			435	22.1
投资资金来源(亿元)			12173	16.3
国内贷款			2679	7.7
利用外资			86	61.5
自筹资金			4184	21.4
其他来源			5223	16.6

数据来源:国家统计局

1. 房地产投资约占 GDP 的 10%,是推动中国经济增长的关键动力,如果计入钢铁、水泥及其他原材料需求,这一比例还会更高。在房地产投资领域,住房投资是最重要的一个类别,2010 年住房投资约占总投资规模的 70%。因此不难理解为什么市场越来越关注这项数据。但和固定资产投资数据类似,房地产投资数据也需要谨慎解读。

● 房地产投资数据公布的是自年初累计的数值。这在年初阶段并不影响数据表现。但到了年底,不论房地产市场发生了什么惊天动地的变化,国家统计局也照样会不动声色地向财经媒体宣布,房地产投资的自年初累计规模基本持平。从自年初累计数据中剥离出月度数据之后我们可以看出,波动还是相当明显的。

● 数据是名义值,因此没有剔除价格变化的影响。原材料和土地是房地产建设的关键生产要素,而二者价格的变动有时会异常剧烈。

2. 商品住宅施工面积可以帮助我们了解房地产市场的供需平衡状况。如图 3.4 所示,销售、价格和建设三者之间的关系非常密切。销量和价格上升时,建设活动就会加速。新楼盘就会进入市场,房价上涨的空间就会受到限制。如表 3.5 所示,2011 年前两个月商品住宅施工面积较上年同期增长 38.9%。由于一年来投资规模迅速扩大,商品住宅施工面积持续迅速增长,表明供应过剩可能会导致房价开始下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

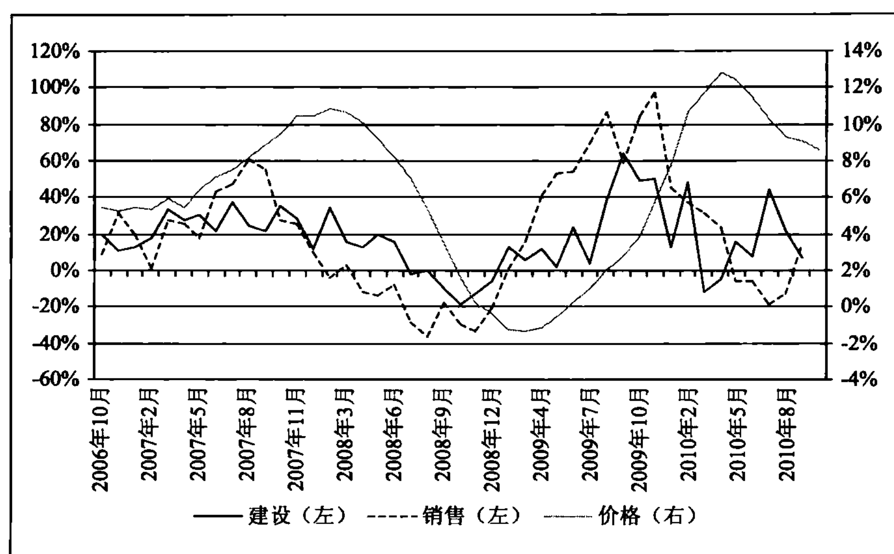


图 3.4 建设、销售和房价对比

3. 本年新开工面积数据可以帮助我们了解开发商对市场未来前景的看法。如表 3.5 所示，2011 年前两个月的数据表明，新开工面积增长了 25.4%。本年新开工面积增速低于商品住宅施工面积整体增速，表明开发商可能已经开始注意到供应过剩的问题，并放慢新项目动工的速度。

4. 房地产开发商建房不是出于慈善，而是为了获取利润。房地产销售数据是我们判断房价及投资水平变化的重要领先指标。如图 3.4 所示，2007 年上半年和 2009 年，由于房地产销售大幅增长，房价大涨，开发商开始加大投资力度。2007 年年底和 2010 年年初，销售额下降又导致房价升势中断，投资也因此放缓。

市场影响

股市：房地产行业是驱动中国经济增长的关键动力，因此它对股市会产生重大影响也不足为奇。但考虑到政策因素是影响房地产市场的关键性因素，而开发商对政策变化的反应速度又较为缓慢，因此股市往往会对政策变化作出反应，而不是对房价、销售及建设状况的变化作出反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007 年 8 月和 9 月，为打压房价，中国政府宣布了一系列房地产调控措施。地产类股及上证综合指数几乎是应声下跌，但直到 2008 年年初，房价才开始呈现下行趋势。

大宗商品市场：房价变化是主导开发商投资的重要因素，而中国的钢铁及水泥需求又居于世界第一，同时中国也是铜消费大国。因此大宗商品市场的投资者会密切关注房价数据。

外汇市场：房价及房地产投资的变化对中国决策层的汇率政策会产生完全相反的作用。首先，房价及投资迅速上升是经济过热的迹象，这可能会促使中国政府通过允许人民币加速升值来为经济降温。另一方面，日本在上世纪 80 年代的经历也一直让中国政府引以为戒。当时，日元迅速升值导致投机资本大量流入日本，房地产泡沫由此而生。因此，考虑到这两方面的影响，房价变动不会直接影响到中国政府的汇率政策思路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国房地产指数系统

市场敏感度:中

指标含义:每周房价报告(现价、元/平方米,周环比增幅)及中国主要城市住宅成交额(套,万平方米)

中文链接:www. soufun. com

英文链接:无

发布时间:每周一发布上周数据

发布频率:按周

数据来源:搜房网

是否修正:无

为什么重要

搜房网开发了一套复杂的房价和成交数据系统,简称"中指数据"。该机构发布的每周成交额、成交面积及一二线城市新房、二手房平均房价等都是质量上乘的房地产数据。只有付费用户才可以看到整套数据,但十大城市(包括北京、上海、广州、深圳等四大一线城市)新房成交数据则免费公布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

地方房管部门会采集所有新房交易数据。搜房网已和部分城市的房管部门建立了密切的往来关系，因此官方数据就成了搜房网数据的基础，在这些城市，搜房网可以百分百追踪住房交易。所有一线城市和大部分二线城市的覆盖率都是百分之百。在一些较小的城市，由于当地房管部门并不参与数据采集，因此搜房网采集数据的难度相应加大，对这些城市的覆盖率只有30% ~40%。在地方房管部门数据的基础上，搜房网在编制最终数据时还会参考从开发商和房产中介获得的信息。

只有超过一定规模的项目才会计入数据。在北京、上海、广州和深圳，入选标准是5万平方米(约合550套住房)；在其他城市，入选标准是3万平方米(约合330套住房)。平均房价是通过加权计算得出，也就是说，建筑面积较大的项目权重比例也相应较高。搜房网还会依据所售住房的质量变化对数据作调整，因此最终数值应该可以衡量房价的真实变动。

在采集二手房数据时，搜房网也是主要依靠地方房管部门及房产中介。以一线城市为例，原始数据是以每个城市每个月超过2万宗交易为基础；中小城市的样本规模最低也要达到7000宗交易。

解读数据

表3.6　2010年9月20日当周中国房地产指数系统房价

城　市	供应情况		完成交易情况	2 ▼		成交价格 1 ▼	
	可售套数(套)	可售面积(万平方米)	成交套数(套)	成交面积(万平方米)	环比	平均价格(元/平方米)	环比
北京	100206	1270.93	2083	24.53	12.48%		
北京(不含保障性住房)			2068	24.29	14.33%	20039	-7.38%
上海	46396	652.81	3824	41.51	-2.40%	14500	11.88%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

城 市	供应情况		完成交易情况			成交价格	
	可售套数（套）	可售面积（万平方米）	成交套数（套）	成交面积（万平方米）	环比	平均价格（元/平方米）	环比
天津			2073	22.36	6.37%	9612	2.19%
重庆	93944	925.5	7576	65.97	29.81%	6409	5.77%
深圳	26790	266.28	1266	10.63	-1.27%	19715	7.20%
广州	41625	519.77	2806	27.31	0.04%	12450	-3.69%
杭州	19511	279.15	1299	14.34	-1.68%	23117	11.10%
南京	29380	344.53	1061	10.98	-20.90%	14800	-0.55%

1. 与国家统计局的数据相比，中指数据能够帮助我们更及时地了解翔实可靠的房价信息并提醒我们注意一些问题。2009 年，国家统计局发布的数据显示，房价仅较上年同期上涨了 1.5%。但中指数据对九大城市的调查结果显示，房价上涨了 9.4%。二者之间的差异恰恰说明了公众对官方数据不满的原因，也说明了政府为何对房价超出百姓承受能力感到担忧。

房价数据也可以解释为何中国的房地产泡沫引人担忧以及公众为何对房价上涨日益不满。如表 3.6 所示，2010 年 9 月，北京每平方米平均价格为 20039 元，而 2009 年北京市居民的年均收入为 30673 元。以 90 平方米的住房为例（这在中国大城市相当普遍），每套房的平均售价为 180 万元。要想购买一套价位在平均水平的新住房，年收入在平均水平的居民要把整年的收入积攒 59 年。

房价和收入之间的比例并不能完全反映房价承受能力。受高端住房交易影响，平均房价往往也会偏高。对于那些愿意购买二手房、居住在城市偏远地带、每日乘坐几小时公共交通工具往返于家和单位之间的人来说，也有面积较小、价格低廉的住房可选。房地产市场的大部分投资者年收入都在平均水平以上，因此在计算房价和收入比例时，以年收入排在前 10% 的人群为基础才更加合理。而且，就算收入在平均水平的中国人处于房地产投资链的底部，但这些人买房所依靠的也不仅仅是自己的收入，还包括配偶的收入，以及双方父母的积蓄。但即使把这些亲友的资助考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虑在内，搜房网的数据还是表明，平均收入和房价之间的差距越来越大，这也正是中国公众对房地产泡沫深感不满的原因所在。

搜房网的房价数据是市面上质量最好的数据。但我们在解读时仍需谨慎，原因有二：

- 每周房价波动幅度较大。2010 年 4 月中旬，随着炒房活动将房价推至纪录高点，中国政府开始出台房地产调控措施。5 月份的第一周，搜房网数据显示，北京市房价从每平方米 19146 元暴跌至 15707 元。难道调控措施那么快就开始产生成效？难道在政策宣布的短短几天里，投机分子就已闻风而逃、房价也应声下跌？事实并非如此。第二周，房价就回升至每平方米 21406 元，接近调控措施出台前的水平。房价的剧烈波动其实反映了当周成交住房的类型——高端还是低端。如果当周有大型楼盘面市，数百甚至数千套住房可能会在一周的时间里按照同样的价格售出，这就会影响到平均房价。
- 为解决房地产泡沫问题，政府也在大量投资保障房建设。在某些城市，保障房销售会拉低平均房价，并造成房价回落的假象。由于上海是中国最富裕的城市，也是投机人士炒房的热点，因此这种现象在上海尤其明显。如表 3.6 所示，2010 年 9 月上海房价仅有每平方米 14500 元，远远低于北京的房价，甚至也低于杭州及南京等周边卫星城市。在搜房网发布的月度数据里，剔除保障房交易数据后，上海平均房价为每平方米 23000 元，居全国之首。但在每周数据里，保障房交易和其他交易混杂在一起，因此部分城市的平均房价数据需要谨慎解读。

2. 成交量数据可以帮助我们进一步了解中国住房市场的复杂状况。购房者和售房者之间的关系似乎有点像老鹰抓小鸡的游戏，政府在其中充当了裁判的角色。如果政府觉得房价涨得太快，就会出台新的调控措施进行干预，以期挤掉房地产市场的投机泡沫。买房者就会观望，看政策变化会不会导致房价下跌。开发商则不动声色，希望买房者会按捺不住重返市场，这样开发商就不用受收入下降影响被迫下调房价。成交量下降，但房价仍然稳定。游戏的胜负取决于谁更沉得住气。如果买房者重返市场，房价就会重拾上行动能。如果开发商承受不住压力，房价可能就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会开始下跌。

2010 年夏天,在政府出台调控措施后,住房成交量开始暴跌。在北京,3 月份最后一周的成交量还高达 3084 套,成交面积超过 38 万平方米,但到了 6 月份的第二周,成交量只有 564 套,成交面积只有 67000 平方米,下降了 82%。但如图 3.5 所示,随着时间的推移,开发商仍然没有降价的意思,买房者开始耐不住性子。成交量又开始飙升,房价开始再次上涨,政府只能再作进一步的干预。另一点值得注意的问题是,交易数据也会受到季节性因素的影响。如图 3.5 所示,没有人会在春节假期所在的 2 月份买房,但国庆假期却是买房高峰期。

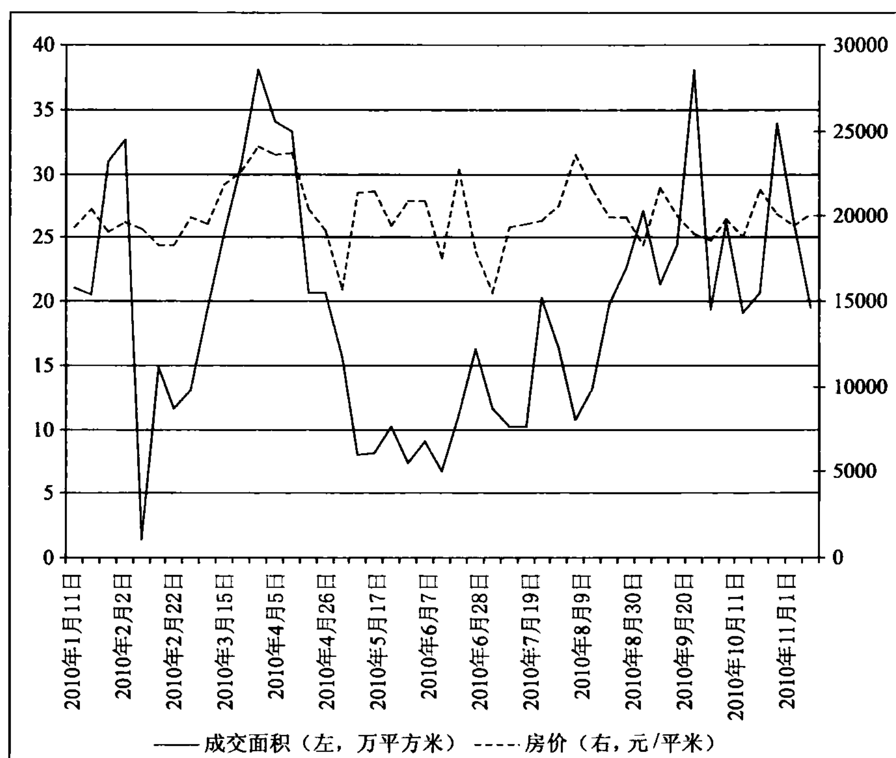


图 3.5 北京每周成交面积和平均房价对比

数据来源:中国房地产指数系统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

与国家统计局的数据相比，搜房网的数据可以帮助我们更准确、更及时地了解房地产市场的具体动态，因此数据对市场的影响力也应该相对较高才对。实际情况并非如此。数据之所以没有对市场造成重大影响，原因就在于推出年限较短，目前只有中文数据，而且全套数据只对收费用户开放。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

居民类



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会消费品零售总额

市场敏感度:中

指标含义:月度零售额数据,包括当月名义值,单位为亿元,同比和环比增幅。

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english

发布时间:每月 11 日上午 10 点发布上月数据。3 月、6 月、9 月和 12 月的数据顺延,和季度 GDP 数据一起发布。

发布频率:按月,1 月和 2 月的数据一起发布。

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

中国消费者的日子不好过。企业利润高,工人工资低。由于社会福利体系薄弱,原本就不高的工资还得拿出很大一部分存进银行,以备发生意外、看病及养老之需。在美国,居民消费约占整体经济活动的 70%。在中国,居民支出只占 GDP 的 35%,而且在过去十年当中,这一比例还不时下降。在这种储蓄习惯的支配下,中国消费者宁可把现金塞在床垫子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底下也不愿去商场消费，因此，投资和出口一直是带动中国 GDP 增长的主要动力。

中国政府也已经认识到，这种失衡的发展模式不可能长久为继。投资也存在局限性，无论是基础设施投资，还是企业产能扩张，都有饱和的一天。十多年来，中国经济投资规模一直在突飞猛进，许多评论人士认为，投资已进入瓶颈期。与此同时，全球经济危机爆发后，欧美的消费者已不再似往日那般热衷信贷消费，因此中国也不能再依靠欧美市场的消费需求。于是中国政府希望通过拉动内需来实现经济增长。虽然零售额数据并非尽善尽美，但在众多定期发布的数据中，它也算是最佳选择。

编制方法

国家统计局兵分三路采集零售额数据。首先，约 5000 家超大型企业直接向国家统计局上报数据。其次，约 13 万家大型企业（年主营业务收入超过 2000 万元的批发单位，年收入为 500 万元的零售单位及 200 万元的住宿和餐饮单位），这些数据由地方统计部门采集后上报给上级行政主管。再次，国家统计局对低于上述标准的 2840 万家小企业进行抽样调查。在抽样调查的对象中，多数小企业的会计账本都不太规范。国家统计局将小企业样本分为两组：资信程度较高的企业直接提交数据；资信程度较差的企业则由统计人员通过采访取值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 4.1 消费品零售额(2010 年 9 月)

	项目	9 月		1—9 月	
		绝对额（亿元）	比上年同月增长(%)	累计(亿元)	比上年同期累计增长(%)
1▶	总计	13537	18.8	111029	18.3
2▶	粮油、食品、饮料、烟酒类	702	31.9	5247.6	22.3
	服装鞋帽,针、纺织品类	459	26.7	4000.3	24.0
	化妆品类	78	16.7	634.5	16.3
	金银珠宝类	109	54.9	897.4	43.4
	日用品类	183	28.9	1467.2	24.9
	体育、娱乐用品类	26	24.9	214.2	18.0
	家用电器和音像器材类	334	28.5	2907.2	28.1
	中西药品类	280	20.6	2151.2	22.4
	文化办公用品类	101	31.3	798.7	23.1
	家具类	65	39.6	479.1	38.4
	通信器材类	69	14.8	564.5	17.9
	石油及制品类	937	29.3	7453.6	35.0
3▶	汽车类	1480	29.7	11659.3	34.9
4▶	建筑及装潢材料类	75	39.0	502.2	31.6

数据来源:国家统计局

1. 数据中最重要的信息就是当月的整体零售额增幅,它反映了零售业活动的强劲程度,同时也可以帮助我们了解居民的购买力。在 2011 年以前,市场主要关注整体零售额同比增幅。从 2011 年起,国家统计局开始发布环比数据。环比数据可以帮助我们更好地了解零售业当前的增长动能,所以也受到市场的关注。

如图 4.1 所示,2010 年 9 月的数据显示,当月零售额同比增长 18.8%。增速似乎相当快。看上去内需引擎终于开始发力,很快就可以带动中国经济勇往直前。但零售额数据并不能够完全反映居民需求强弱。在下结论之前,有几点需要注意:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 大多数人理解的零售额是指居民在商场的支出。但在中国,实际情况并非完全如此。零售额数据不仅包括了居民消费支出,还包括了政府部门和 B2B(企业对企业之间的营销)等的支出。举例来说,如果中国人民解放军决定在 3 月份为 230 万士兵每人采购一套军装,那就意味着当月的服装支出会大幅攀升。但除非部队认为春季迷彩服无法满足夏季训练需求,因此每个季节都需要重新更换军装,否则这种短期的攀升势头不太可能持续。

● 所发布的数据是名义值。考虑到 2010 年 9 月中国 CPI 上升 3.6%,实际增幅应该是 15.2%,看上去就没有那么不可思议。

● 零售额数据不包括服务方面的支出。根据国家统计局发布的数据,60%的居民支出都是商品支出。另外 40%花在了理发、学费及医疗费,并没有反映在零售额数据中。

● 一些结构性的趋势掩盖了零售额的周期性波动。中国居民的富裕程度越来越高,城市化程度越来越高,居民购买力也越来越强。国家统计局表示,这一过程每年对零售额的贡献约为一个百分点。这种长期的结构性趋势掩盖了短期内零售额增幅的周期性波动,制造出一种欢天喜地的假象,好像中国家庭的消费支出总是在持续不断地增长。

支出法 GDP 数据中的居民消费支出可以帮助我们更准确地考察居民支出的实际水平。该项指标剔除了政府和企业的支出,同时又加入了居民的服务支出。如图 4.1 所示,十年来的每一年里,零售额增幅一直高于居民消费增幅。两项指标之间的反差说明了零售额数据在反映居民消费能力方面的不足,同时也表明,中国要想通过内需来拉动经济增长,还有很长的路要走。两项指标差异最大的年份(如 2008 年和 2009 年),政府支出在零售额中占了大头(譬如中国人民解放军可能会决定采购夏季军装)。由于支出法 GDP 数据每年才发布一次,而且数据又严重滞后,因此,城镇居民家庭收支数据(按季度发布)可以帮助我们更及时地检验零售额数据的准确性。这种反差同时也说明,居民消费水平的增长速度要慢于零售额增幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

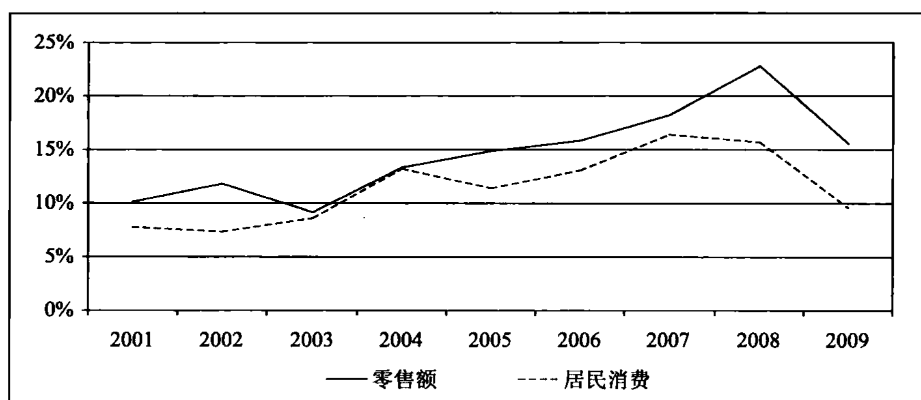


图 4.1 零售额和居民消费对比(同比增幅)

数据来源:国家统计局,作者计算

2. 零售支出的一个重要构成部分,就是必需品支出。居民在食品、服装及其他必需品方面的支出不太容易受到经济周期的影响,因此零售额要远比工业增加值稳定,对经济形势变化的敏感程度也较低。与整体零售额相比,居民在汽车及家用电器方面的支出可以更好地反映需求的波动,不过这几项分类指标也存在一定的局限性。

3. 2007 年 11 月,重庆家乐福超市发生踩踏事件,3 人死亡,31 人受伤。原因是这家超市开展促销活动,原价 51.4 元(合 6.9 美元)的一桶食用油只卖 11.5 元(合 1.5 美元)。消费者素来喜欢拣便宜货,所以政府出台的鼓励消费的政策会对零售额数据产生重大影响。2009 年,中国政府宣布,购买节能车的消费者可享受税收优惠政策。消费者开始蠢蠢欲动。尽管工资一直涨不上去,就业前景也变幻莫测,但政策出台后,汽车销量较上年同期飙升 33%,而整体零售额仅增长了 15%。这也就意味着,汽车销售对整体零售额的贡献约为 1.5 个百分点。和美国推出的旧车换现金(Cash for Clunkers)政策类似,税收优惠措施推出后,即使是在危机期间,零售额也一直保持强劲增势,但这容易让人产生误解,认为中国居民的总体需求非常旺盛。总体而言,政府的刺激措施及优惠政策会对零售额产生重大影响。

4. 中国的零售额数据还有一点比较特殊,即数据中包括了建筑和装

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修材料方面的支出。砖瓦泥沙等建筑材料通常都被归为投资支出。在中国发布的 GDP 数据里,这部分支出也会出现在投资类。把这部分支出计入零售额也是导致整体零售额增幅高企的一个原因。不过建筑和装修材料方面的支出在整体零售额中所占的比例较小,因此对整体数据的影响非常有限。但我们从表 4.1 可以看出,如果这部分支出增长过快(像 2010 年 9 月),那么整体零售额会受到 0.5 个百分点的提振。

市场影响

股市:居民、政府及企业的实际消费能力强弱并不重要,只要零售额强劲增长,就表明企业利润上升,经济活动表现强劲。因此,零售额大幅增长会对股市构成利好。

大宗商品市场:零售额对大宗商品市场的重要性要低于工业增加值和固定资产投资数据。但汽车及家用电器的生产过程需要金属和塑料,使用过程中又需要能源,这也就意味着大宗商品市场也会对零售额数据保持一定的关注。

外汇市场:对汇市而言,零售额数据只是一个二类指标。只有在整体零售额增幅意外出现大起大落时,交易员才有可能会去关注。但总体而言,外汇市场会关注国家统计局发布的其他月度数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城镇居民人均可支配收入

市场敏感度:低

指标含义:城镇居民季度收入数据,自年初累计值按现价计算,同比增幅为名义值。

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:每个季度中发布上一季度数据

发布频率:按季

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

中国居民的收入增长速度有多快?这一问题的重要性主要体现在两个方面:

- 收入增长与否直接决定了家庭的幸福指数。按实际值计算,与 30 年前相比,城镇居民平均收入增长了超过 7 倍。这种增长速度对维护社会稳定非常重要。但在实际收入增长较为缓慢甚至萎缩的年月,社会不安定因素就会积聚。如 1988 年和 1989 年,自改革开放以来,这两年是中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国居民实际收入唯一下降的两年。

- 如果居民收入迅速增长，购买力就会上升；反之亦然。鉴于海外消费需求对拉动中国经济增长的贡献越来越有限，因此政府希望能够提高内需对国民经济的贡献，使之成为带动经济增长的主要驱动力。

居民收入是社会稳定的基础和经济增长的支点，因此理解中国的居民收入数据也具有了新的重要性。国家统计局的季度调查可以帮助我们掌握这方面的信息。

编制方法

城镇和农村的调查是分开进行的。城镇调查的样本包括476个城市的65000户家庭。参与调查的家庭需要根据国家统计局统一派发的调查表格记录每日收支信息。地方统计部门的调查小组在收集调查表格后会对数据进行初步审核。审核后的数据会逐级上报给上级主管部门直至国家统计局。每年会替换样本中三分之一的家庭，因此整个样本每三年完全更新一次。

尽管样本在不断更新，但这并不意味着居民收入调查就毫无瑕疵。首先，中国的高收入人群不太愿意向调查小组透露收入细节。国家统计局不是国税局，也不是公安局。但考虑到中国精英阶层的收入中，有部分收入来源要么可疑，要么就干脆不合法，这部分人群自然而然地不愿向官方透露收入细节。因此，高收入人群的收入水平很有可能严重低估。所以，居民收入调查不仅低估了平均收入水平，也低估了贫富差距的程度。

农村调查的样本覆盖了全国68000户家庭。与城镇调查一样，参与调查的家庭需要每天记录收支细节。地方统计部门会按月收集信息，并逐级上报给上级统计主管部门，直至国家统计局。

城镇和农村家庭的收入数据有必要分开来看，因为中国的城乡差别异常巨大。但也有必要统计城乡总体收入数据，这样有助于和其他国家的数据进行比较。从2010年起，国家统计局一直在尝试对城乡数据进行整合，不过至今仍未对外公布整合结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 4.2 2010 年第一、二季度各地区城镇居民收入

	指标 地区	调查户数(户)	平均每户家庭人口(人)	平均每户就业人口(人)	1 ▼ 平均每人季总收入(元)	2 ▼ 平均每人季可支配收入(元)
	全国	65607.2	2.88	1.49	10699	9757
	北京市	5000.0	2.79	1.58	16864	14750
	[···]					
3▶	上海市	999.7	2.90	1.60	18273	16360
	[···]					
	湖南省	1250.0	2.91	1.41	8967	8438
	[···]					
	四川省	2650.0	2.87	1.51	8941	8168
	[···]					
	甘肃省	880.0	2.76	1.37	7016	6447

数据来源：国家统计局

1. 城镇居民人均总收入所反映的是税前和上缴社保费用前的收入。中国居民有四大收入来源。总收入中约有三分之二来自工资。其次是包括政府发放的福利费用等转移性收入，约占居民收入的四分之一。家庭营业性收入约占总收入的 8%。每户家庭的平均投资收入(包括房屋租金、股票投资获利及存款利息)在总收入中的比例略高于 2%。当然，四大收入来源在不同时期对总收入的贡献也是不一样的。2009 年，尽管居民工资收入增长乏力，但由于退休金大幅增加，转移性收入也跟着增加，同时当年股市及楼市表现强劲，投资收入也受到提振。

2. 可支配收入反映的是税后及缴纳社保费之后的收入。如表 4.2 所示，2010 年上半年，城镇居民人均可支配收入为 9757 元(约合 1434 美元)，较上年同期增长了 10.1%。2010 年上半年物价同比上涨 2.6%，如剔除物价因素影响，上半年城镇居民实际可支配收入增长了 7.5%。

如图 4.2 所示，城镇居民可支配收入数据所反映出的居民购买力与零

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售额数据所反映的状况有所不同。2010 年上半年,城镇地区零售额较上年同期增长了 18.6%。如果城镇居民收入只增长了 10.1%,那么考虑到中国人的储蓄习惯,我们很难相信零售额增长 18.6% 是拜居民消费能力所赐。实际情况可能是,政府及企业在拉高零售额方面起到了重要作用。

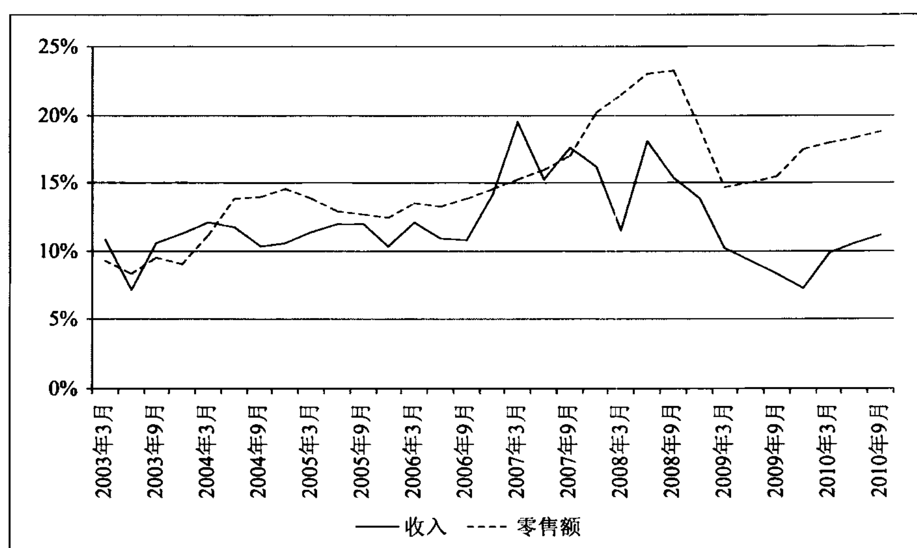


图 4.2 城镇居民人均可支配收入和零售额对比(同比增幅)

数据来源:国家统计局,作者计算

城镇居民可支配收入数据可以帮助我们把握中国 6.65 亿城镇居民购买力的增长情况。但我们在解读数据时也需要谨慎,原因如下:

- 总体而言,中国居民在向官方上报数据时会低估收入水平,富人阶层的低估程度尤其显著。中国改革基金会的王小鲁教授通过调查发现,2008 年,收入最高的 10% 的人群人均灰色收入增加了 95000 元(约合 13970 美元),人均总收入达到 139000 元(约合 20441 美元)。如图 4.3 所示,实际收入相当于官方数据的三倍,因此也拉高了总体人均收入。据王小鲁教授估计,2008 年人均收入为 32154 元(约合 4728 美元),比官方数据高出 90%。由于样本规模较小且代表性不强,王小鲁教授的统计方法也并非尽善尽美。如果中国富人阶层的年收入只有官方数据所显示的 43613 元,古驰(Gucci)、路易威登(Louis Vuitton)及宾利(Bentley)等奢侈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品牌肯定不会将中国作为全球增长战略的重中之重。王小鲁教授的统计结果可能并非完全准确，但和国家统计局的数据相比，至少他的数据要更加合理一些。

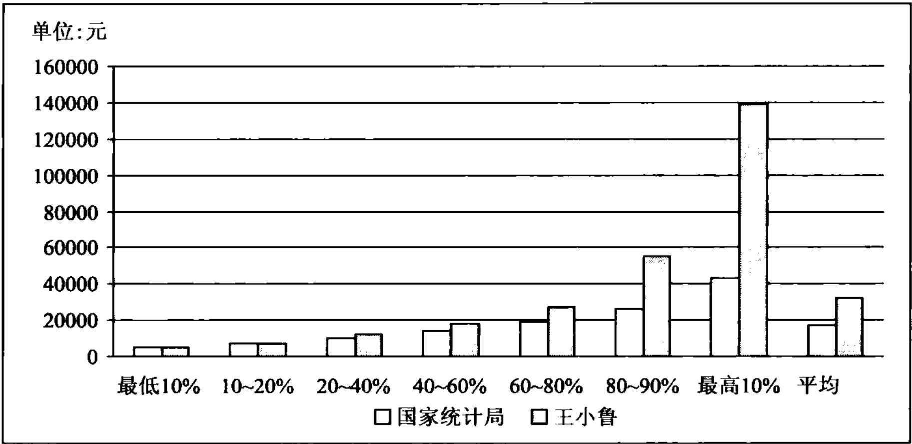


图 4.3　不同收入人群占总人口百分比：国家统计局数据和王小鲁估算数据对比（2008 年）

数据来源：国家统计局，王小鲁

- 国家统计局每个季度发布的收入数据是一个平均值，因此无法反映出各阶层之间的巨大收入差异。年度数据包括最富裕和最贫困居民的收入明细。2008 年的数据显示，最富裕的 10% 的人口人均可支配收入为 43613 元（约合 6413 美元），最贫穷的 10% 人口只有 4753 元（约合 698 美元），前者是后者的九倍。按照这种收入分配来计算，中国的基尼系数（gini coefficient）约为 0.45，与美国接近。但如果王小鲁教授的调查真实可信，中国的贫富差距要远远超出官方数据所反映的水平，最富裕人口的收入是最贫穷人口的 25 倍。

- 由于中国居民有各种隐形的税赋负担，因此“可支配收入”的说法并不完全恰当。官方的税率可能并不高，但考虑到中国的福利和社会保障体系薄弱而不完善，中国家庭需要把很大一部分收入用于储蓄，以备支付子女教育、医疗开支及养老所需。房价过高也是一项隐形税赋。收入只能达到平均水平的中国人为了有个可以立足的安乐窝，只能通过多年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的勤俭节约来攒够房钱。因此,城镇居民的可支配收入并非完全可以自由支配。

3. 各省收入明细可以帮助我们了解经济发达的东部沿海地区与偏远落后的中西部地区之间的收入差距。上海的人均收入是甘肃的2.5倍多。

表4.3　2010年第一季度各地区农村居民人均现金收入

1▼　2▼

单位:元

指标	现金收入								
	现金收入合计	工资性收入	家庭经营性收入					财产性收入	转移性收入
			总计	农业收入	林业收入	牧业收入	渔业收入		
全国	1814.3	761.6	855.2	360.8	15.5	228.2	29.1	59.4	138.0
北京	4308.5	2684.8	673.8	77.5	12.9	302.6	9.9	357.6	592.4
[···]									
3▶ 上海	5671.1	3989.7	290.3	95.5	0.0	39.1	21.5	420.6	970.5
[···]									
西藏	563.5	154.7	308.2	60.7	20.2	98.6	0.6	11.4	89.2

数据来源:国家统计局

1. 中国的6.74亿农民生活贫困。2009年,农村人均现金收入仅有6270元(约合922美元)。由于进城务工的农民工也在被调查范围之内,因此,农村人均收入尽管偏低,但实际数据可能更低。按照世界银行(World Bank)的标准,人均收入超过每天1美元就可以脱离绝对贫困,尽管中国的农村人均收入要高于这一标准,但却远远低于城镇人口年均18858元(约合2773美元)的收入水平。由于农村人口受教育程度偏低、农村地区投资水平薄弱且劳动力流动性较差,中国的农村人均收入长期处于较低水平。同时农村居民收入的增长速度也赶不上城镇居民,因此,中国的城乡收入差距正在日益扩大。诚然,按绝对值计算,中国大部分农村人口的生活水平要比改革开放初期有很大改善,但按相对值计算,他们的境况反而严重恶化。不平等现象日益严重也是中国社会所面临的一大问题。

2. 农村居民的主要收入来源是家庭经营性收入,这部分收入约占总收入的50%。就业收入是第二大现金收入来源,约占总收入的40%。对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于那些大城市附近的农村居民来说，二者的比例可能要颠倒过来，因为这部分农村居民可以在建筑工地、小商品贸易及服务业找到更赚钱的营生。北京附近的农村居民近三分之二的收入来自就业收入。投资收入（农村居民的投资收入通常来自租让部分土地所赚取的租金）约占总收入的3%。转移性收入反映的是农业补贴及福利收入，约占总收入的7%。

3. 各省之间的农村收入差距也很大。居住在发达城市附近的农民可以享受到很好的就业机会，因此收入水平也相对较高。居住在欠发达中西部地区的农民则不然。西藏落后地区的农村居民现金收入还不到上海附近农民的十分之一。与城镇之间的贫富差异程度相比，农村之间的贫富差异更加明显。

市场影响

十年前，基本上只有社会学家和政治学学者才会对城镇和农村居民收入调查感兴趣。而现在，随着内需在推动中国经济增长的过程中逐步发挥重大作用，投资者也越来越关注收入调查。但数据的发布周期过长，而且严重滞后，准确度也存在诸多问题，因此很难对市场产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家统计局消费者信心指数

市场敏感度:低

指标含义:消费者信心调查

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:每个月月末发布上月数据

发布频率:按月

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

在美国,消费者信心指数是项非常重要的指标。消费者信心满满对企业益处良多,因为他们购买新车、电脑或洗衣机的可能性更大。消费者如果觉得没有安全感,那么企业就会跟着遭殃受累,因为消费者的现金收入更有可能用于偿还信用卡账单,而不是去商场消费。考虑到居民消费在美国 GDP 中占到了 70% ,因此消费者信心的变化不仅可以帮助市场预测美国经济及就业的变化,还可以引发美国经济及就业变化。因此市场才会高度关注消费者信心数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在中国,尽管居民消费在 GDP 中仅占 35%,但消费者信心指数仍然是一项非常重要的数据,只是到目前为止,它的重要性还没有充分体现。中国消费者的购买力在拉动经济增长方面的能力还比不上美国消费者。但这种状况很可能会发生转变。中国人的收入水平在上升,非必需品消费支出也在跟着上升。同时中国企业在关注国际市场的同时,也开始关注国内市场。

如果中国消费者成为拉动经济增长的新生力量,那么消费者信心调查的重要性可能就会上升。有两家机构已经断言,市场对中国消费者信心的关注程度势必会逐步升温。从 1991 年以来,国家统计局一直在开展消费者信心调查。2007 年,私营研究机构英德知联恒(INTAGE)也开始独立开展调查。

编制方法

国家统计局最早开展消费者信心调查时,调查方法非常欠妥,样本仅仅覆盖了 6 座城市。但近年来,样本范围逐步扩大,新增 14 个城市,总计为 20 个城市。国家统计局没有透露样本的具体规模和实际构成,但官员们表示,样本足以代表中国 6.65 亿城镇居民的差异性。

消费者信心指数由两个指数组成,一个是消费者满意指数,一个是消费者预期指数。

- 消费者满意指数考察的是居民对当前形势的看法。受访者要对当前的经济环境、薪资水平及生活质量发表意见。
- 消费者预期指数考察的是居民对未来形势的看法。受访者要对未来一年的经济环境、就业市场、生活质量及耐用消费品购买计划发表意见。

在编制指数时,如果给出正面答案和负面答案的人数相当,指数数值就是 100。100 以上为信心较足,100 以下为信心不足。

消费者信心指数是将消费者满意指数和消费者预期指数合二为一,两项指标所占的权重略有差异,预期指数占 60%,满意指数占 40%。由于预期指数所占权重较高,因此消费者信心指数具有一定的前瞻性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 4.4 消费者信心指数(2010 年 8 月)

日期	消费者预期指数	消费者满意指数	消费者信心指数
[···]			
2009.12	104.0	103.8	103.9
2010.01	104.6	104.8	104.7
2010.02	104.5	103.7	104.2
2010.03	108.2	107.5	107.9
2010.04	106.8	106.2	106.6
2010.05	108.2	107.7	108.0
2010.06	108.9	107.8	108.5
2010.07	108.6	106.4	107.8
2010.08	107.9	106.2	107.3

数据来源:国家统计局

消费者信心指数是整套数据中的亮点。如表 4.4 所示,2010 年 8 月,消费者信心指数为 107.3,高于临界值 100,说明消费者对未来形势的看法仍然乐观,但这种乐观程度却低于夏初时的乐观程度(7 月份消费者信心指数为 107.8,6 月份为 108.5)。

理论上来说,消费者应该会对经济形势的变化比较敏感,消费者信心指数也应该先于工业增加值及零售额等重要经济活动指标波动。但实际上,如图 4.4 所示,消费者信心指数所反映的经济前景也不尽准确。2003 年,随着居民开始对"非典"作出反应,5 月份的消费者信心指数表明,世界末日就要来了。零售额的确在下降,但很快就出现反弹。截至 2007 年年底,金融危机爆发前的一年,中国消费者开始失去信心,消费者信心指数下滑预示未来会发生灾难。但在 2009 年,消费者信心指数反弹的速度要滞后于实体经济反弹的速度。

为什么消费者信心指数反而无法帮助我们更好地预测经济动向? 具体原因有以下几点:

- 最一目了然的一个原因就是:消费者在中国经济增长过程中扮演

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

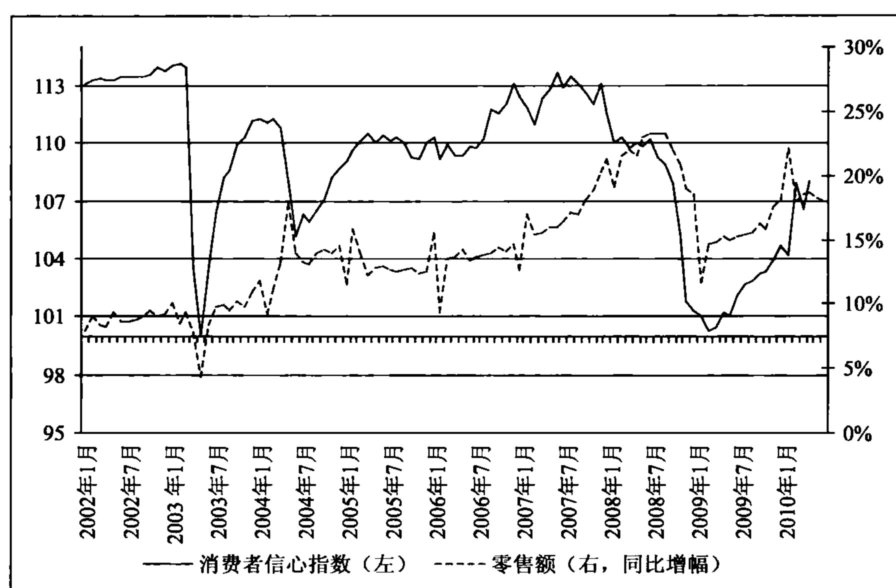


图 4.4 消费者信心指数和零售额对比

数据来源：国家统计局

的角色不是特别重要。工业部门提供的是钢铁和水泥等投资物品，而这些商品消费者是不会购买的。制造业生产的出口商品瞄准的又是外国消费者。因此，在中国经济产值中贡献了大头的企业根本不关心国内消费者有没有信心。

- 即使是从零售额的角度来说，居民消费者也不是唯一的需求来源。零售额数据不仅仅包括居民支出，还包括政府和企业的支出。消费者信心指数的趋势图表明，消费者信心可能会上下波动。但由于政府扮演了一个反周期的角色（也就是说，居民储蓄时政府花钱，居民花钱时政府不花钱），消费者信心对零售额的影响非常有限。

- 居民支出中很大一部分都是用于必需品。不论有没有信心，居民还是要购买食品、服装及其他必需品。消费者信心只能影响到奢侈品及大件耐用商品方面的支出。由于中国国民的平均收入仍然较低，非必需品支出在总支出中占到的比例相对较低。

- 最后，相关政策也会影响中国居民的支出决定。如果像 2009 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样，政府决定面向购买汽车的消费者大幅减税，消费者对未来的看法就会改变，减税政策可能会导致汽车销量上升，这也是消费者信心调查无法预测的。消费者信心指数无法反映政策对居民支出决定的关键性影响。

市场影响

消费者信心指数要在月底才能发布，发布时间要晚于零售额及工业增加值数据，也晚于英德知联恒的消费者信心调查。而且，国家统计局的消费者信心指数也无法每次都准确预测经济活动的变化，因此对市场没有太大的吸引力。随着中国居民收入的增加及非必需品支出的上升，这项指标的重要性可能也会增加，但就目前而言，它还不是市场关注的焦点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英德知联恒的中国消费者信心调查

市场敏感度:低

指标含义:消费者信心调查,以 2007 年 4 月作为基数 100。

中文链接:www. intage - china. com

英文链接:www. intage - china. com

发布时间:付费客户可在每月的最后一个工作日收到整套数据;整体消费者信心指数可在 14 天以后在公司网站上免费获取。

发布频率:按月

为什么重要

英德知联恒涉足经济数据调研的时间比较晚。国家统计局从 1991 年起就开始发布消费者信心指数了,英德知联恒从 2007 年才开始(当时是以 ezidata 的品牌运作)。但该公司是有备而来:数据体系更为完善,样本更偏重高收入人群(这部分人群的非必需品支出占中国非必需品总支出的大头)。这就意味着,英德知联恒可以为我们提供一些官方数据中无法捕捉到的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

英德知联恒每个月会对中国30个发达城市的约1000户居民进行电话访问。每次访问持续约10～15分钟，包括30个问题。受访者年龄在18～64岁之间，并且都是家庭财务及投资决策者。受访对象都是从一个分层样本中随机抽取的。

消费者信心指数是依据受访者对以下五个问题的回答而编制：

1. 和一年前相比，您的家庭财务状况是更好还是更坏？

2. 您认为未来一年您的家庭财务状况是会更好还是更坏？

3. 和现在相比，您认为一年后整个区域的商业环境是更好、更坏还是保持不变？

4. 您认为五年以后整个区域的商业环境如何？是更好，更坏还是保持不变？

5. 您认为现在是不是购买大件耐用消费品（如家具、电器、电脑、电视等）的最佳时机？

受访者可以从六个备选答案中选择一个：非常乐观（VF），乐观（F），中性，不乐观（U），非常不乐观（VU），不知道/不愿回答。调查人员会计算回答每个答案的人数占总人数的百分比，然后再依据下列公式进行加权：

消费者信心指数得分 $=100\% + 1.0 \times VF\% + 0.5 \times F\% - 0.5 \times U\% - 1.0 \times VU\%$

最终得分可以反映出给出正面答案的比例与给出负面答案的比例之间的差异。如果正负两面的答案比例势均力敌，最终得分就是100。如果正面答案的比例超出负面答案的比例，最终得分就超过100。如果正面答案的比例低于负面答案的比例，最终得分就低于100。

消费者信心指数是将所有五个问题的分数相加，再除以基准月份的数值（目前是以2007年4月为基准）。

国家统计局和英德知联恒的统计方法最关键的区别在于：国家统计局的样本覆盖所有人口中的各个阶层，英德知联恒的样本更偏重高收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人群。乍一看去,英德知联恒的这种样本设置似乎没有什么卖点。但中国的贫富差距非常显著,普通人群的购买力非常有限,因此样本偏重高收入人群其实非常有道理。对兰州的一个街道清洁工而言,月收入尚不足以满足温饱,向他询问是否有买车计划其实毫无意义。如果说中国富裕中产阶层的支出能够左右零售额数据的变化,那么这部分人群就该成为被调查的对象。

解读数据

表 4.5 消费者信心指数及其构成

		[⋯]	2009年11月	2009年12月	2010年1月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年8月	2010年9月
	个人财务:现状		121.9	125.7	109.9	129.8	115.0	117.6	118.3	126.2	124.4	121.6	131.7
2▶	耐用品购买条件		115.1	113.1	114.0	115.3	109.2	107.4	105.5	111.4	109.2	107.9	116.5
	当前指数		104.3	105.1	98.6	107.9	98.7	99.0	98.5	104.6	102.8	101.0	109.3
	个人财务:预期		128.1	129.7	123.5	135.1	126.3	126.4	129.5	129.0	126.7	126.8	132.6
	商业景气:1年预期		127.3	127.2	128.4	132.1	130.8	126.5	125.7	130.2	127.3	122.3	134.0
	商业景气:5年预期		143.5	138.9	146.2	146.9	146.9	141.6	144.3	150.4	150.2	136.5	144.3
	预期指数		96.6	95.8	96.4	100.3	97.8	95.5	96.7	99.2	97.9	93.4	99.5
1▶	整体指数		99.3	99.1	97.2	103.0	98.1	96.8	97.4	101.1	99.6	96.1	103.0

数据来源:英德知联恒

1. 数据中最重要的信息,也是非付费消费者唯一可以看到的信息,就是中国消费者信心指数。指数上升意味着消费者信心较上月有所增强,指数下降说明消费者信心较上月有所减弱。如表 4.5 所示,2010 年 9 月的数据表明,指数从 8 月份的 96.1 大幅上升至 103.0,为 2 月份以来的最高水平。与 8 月份消费者的不确定相比,9 月份指数显著上升,表明消费者对未来的预期越来越乐观。

理论上来说,消费者信心指数应该可以很好地预测零售额的波动。有信心时消费者就会增加购买,对未来没有把握就会减少购买。但实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上,国家统计局的消费者信心指数所面临的一些问题同样也会对英德知联恒的数据构成干扰。政府采购往往反周期而行,这会平抑居民购买对最终数值的影响,非必需品支出在居民支出中比例较低,政策因素会决定大件商品的购买时机:这些因素都会削弱消费者信心指数的预测能力。英德知联恒的数据问世时间较短,数据的预测能力也是时强时弱。2007年10月,消费者信心指数下滑,几乎整整一年以后,零售额才开始下滑。2008年年底,指数的领先时间有所缩短,2008年12月指数开始加速上升,3个月后,即2009年3月,零售额开始反弹。

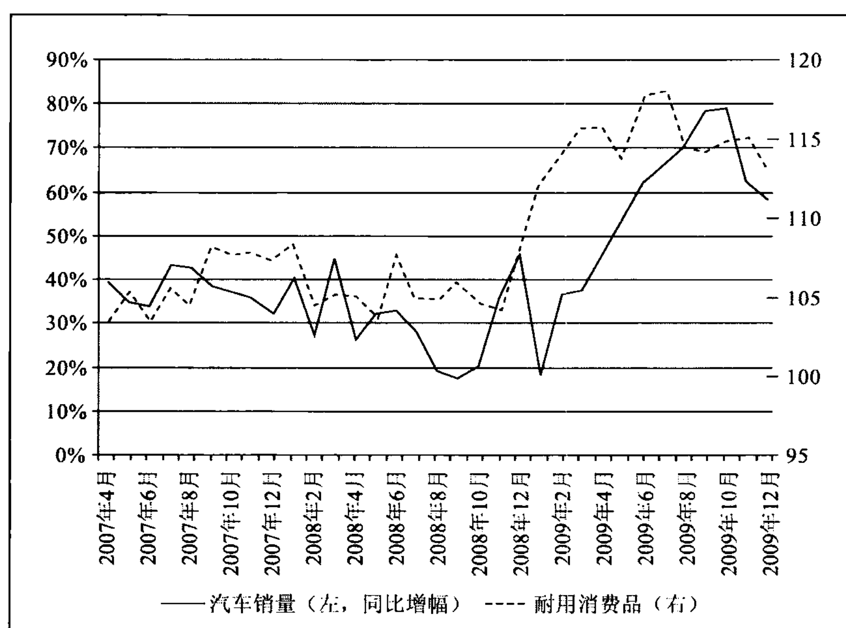


图 4.5　耐用消费品购买态度指数和汽车销量对比

数据来源:英德知联恒,彭博,作者计算

2. 付费客户可以看到更详细的数据,包括消费者对当前和未来商业环境的评估,消费者当前和未来的个人财务状况,短期和中期的商业环境,当前是否宜于购置大件耐用消费品(如电脑或汽车)。部分分类指数和零售额构成指标的联动性非常密切。特别是如图4.5所示,考察消费者对大件耐用消费品购买态度的分类指数准确预测了2008年年底汽车销售飙升的趋势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

随着时间的推移,居民消费在拉动中国经济增长中所起的重要作用也会上升,市场也会越来越关注消费者信心数据。如果英德知联恒的调查可以准确地预测零售额的波动,那么也会引起市场一定的关注。但就目前而言,这项指标还不会对市场产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

外部环境



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贸易

市场敏感度:高

指标含义:进出口及贸易顺差数据,数值为现价,单位为亿美元,同时发布当前月份及自年初累计值的名义同比增幅。

中文链接:www. customs. gov. cn/publish/portal0/

英文链接:http://english. customs. gov. cn/publish/portal191/

发布时间:每月 10 日的上午 10 点左右发布上月数据

发布频率:按月

数据来源:海关总署

是否修正:无

为什么重要

尽管现在很难相信,但 2001 年中国多数行业的确曾激烈反对中国加入世界贸易组织(WTO):电信、机械、汽车制造行业等都不遗余力地反对中国入世。2009 年中国就取代了德国成为世界第二大出口国,入世 10 年之后,中国已然成为世界头号出口大国。在入世以前的 10 年,纺织、玩具和五金类等低附加值产品支撑起了中国出口行业的一片天,如今中国在这些行业的优势仍然存在。入世以后,随着中国加快产业升级,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他产业也蓬勃发展。中国现在是世界最大的手机出口国;机械加工业也在全球市场占有重要份额并挑战日、韩企业的地位;广州和深圳的码头上整齐地码放着一排排等待吊装出口的本土品牌汽车。当初坚决反对入世的行业10年之后反而成了入世最大的赢家。中国GDP每增长3元就有1元是出口创造的;中国出口占全球出口总额的9%。中国的出口数据不仅仅是考察中国经济形势的重要指标,它也可以反映全球市场需求强弱。

入世之后,全球市场向中国出口商敞开了大门。但中国出口额节节攀升的背后尚有多个助推因素:低廉的劳动力、土地及能源价格使得中国出口商可以压低产品价格;由于资金成本偏低且知识产权保护力度薄弱,出口商可以迅速消化高新技术并大举扩充产能;人民币币值低估也增强了出口竞争力。但这些因素在推动出口飙升的同时,也压制了进口增长。薪资水平偏低限制了中国消费者对进口商品的需求。国内企业资金成本较低也意味着企业更倾向于采取相对便宜的本土生产方式而不是国外采购或者外包。中国的进口商品主要包括:工业用大宗商品、国内生产企业尚不能生产的高科技产品(不过种类已日益减少)以及半成品(通常为了出口方便而将这些半成品组装工厂设在口岸附近)。这也意味着中国的进口数据反映的不是国内消费需求,而是国内工业需求和出口商对海外市场需求的展望。

汇率:四个阶段

如火如荼的出口与停滞不前的进口形成了中国巨大的贸易顺差,由此上演了一场高潮迭起的汇率战。按照经济学原理,一国如有贸易顺差,那就应该让本币升值,从而使出口成本更高、进口成本更低,直到顺差消除。在金融危机前几年,中国贸易顺差节节攀升。但在中国,汇率问题受多方因素影响,并非简单的经济学原理可以解释。因此,汇率制度成为举世瞩目的焦点。

- 第一阶段,政府没有通过放手让人民币升值来消除贸易失衡。从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年入世到 2005 年,人民币兑美元一直保持在 8.27 元。

- 第二阶段:中美简短交锋。从 2005 年 7 月到 2008 年 8 月,人民币兑美元升值 21%,达到 6.83 元。但贸易顺差还在不断扩大,2005 年顺差占 GDP 的 4.5%,2007 年约为 7.7%。美国说:“那是因为人民币升值不够。”中国回应:“不对,那是因为汇率不是决定贸易余额的主要因素。”
- 在第三阶段,经济危机打乱了整个节奏。人民币升值经历了 3 年,似乎走到了尽头。一方面,国外需求锐减,另一方面,国内刺激措施推动进口大幅增长,中国贸易顺差开始收窄。美国因为华尔街的贪婪和美联储(Federal Reserve)的货币宽松政策导致全球性经济危机爆发而饱受诟病,也开始沉默起来。但在 2010 年年初,随着经济危机的始作俑者渐被遗忘和美国失业率节节攀升,美国要求人民币继续升值的呼声再次喧腾而起。
- 到了第四阶段,2010 年 6 月,北京宣布将进一步推进人民币汇率形成机制改革,结束钉住美元的汇率制度,增强人民币汇率弹性,逐渐让市场来决定人民币汇率。

现在的问题是,对于汇率问题,双方在各自的立场上各持己见。中国认为,减少贸易顺差要靠结构改革来实现,人民币大幅升值的基础不存在。美国则认为,中国贸易顺差还是很大,人民币大幅升值是恢复两国关系平衡的必要条件。到底是谁是谁非?月度贸易数据将会逐一揭晓。

编制方法

海关总署数据显示,2009 年中国对美国出口总值 2200 亿美元,而美国人口普查局(US Census Bureau)统计,2009 年美国从中国进口总值 2960 亿美元,比中国统计的多出 760 亿美元。同年,海关数据显示,中国对日本贸易逆差 320 亿美元,日本成为八国集团(G8)里唯一对中国存在贸易顺差的国家。但据日方数据显示,中国对日贸易顺差为 120 亿美元。是事有蹊跷?还是统计数据失真?抑或中国希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过掩饰巨额顺差来回避他国对中国汇率制度的批评？真正的答案根本没有这么复杂。

针对不对称的统计结果，中美两国商务部分别对贸易数据进行了大量的复核工作。首先，中国海关总署统计对美出口时，地域范围仅限内地，香港和澳门单独统计。许多中国出口产品经过香港中转后再销往各地。中国海关把这些商品列为对港出口，而美国方面则计为从中国进口。这部分商品大约占中美贸易统计差额的25%，中国商品经第三方中转后销往美国本土的又占到25%，那么另外的50%怎么解释？其实是贸易中间商在作祟。他们在中国贱买，又贩到美国贵卖：在中国海关按买价报关，在美国海关又按卖价报关。所以，并不存在所谓的“共产主义阴谋论”，只是统计方法上的差异，造成了中美双方以及中国和其他贸易伙伴在进出口总值统计结果上的不对称。

海关官员负责统计并核实所有进出口货物的详细信息：货物价值、产品类别、贸易方式、公司所有制、货物产销地等。对于出口货物以离岸价格为基础计算，包括了装船成本，但不含其他费用。对于进口货物以到岸价格为计算基础，包括成本、保险以及运费。海关总署在全国各个口岸都有海关官员，他们负责统计并核实数据，然后再上报给海关总署。

解读数据

表5.1　2010年7月全国进口总值表　　单位：亿美元

	项目	当月	1至当月累计	当月		1至当月累计与去年同期比%
				与上月环比%	与去年同期比%	
	进出口总值	2623.08	16170.47	3.00	30.8	40.9
1▶	出口总值	1455.19	8504.90	5.90	38.1	35.6
2▶	进口总值	1167.89	7665.57	-0.40	22.7	47.2
3▶	进出口差额	287.3	839.33	-	-	-

注释：1. 进出口差额，+为出大于进，-为进大于出。

2. 经季节调整后，2010年7月份进出口总值同比增长33.7%；其中出口增长39.4%，进口增长27.3%。

3. 进出口总值环比下降1.9%；其中出口增长1.2%，进口下降5.6%。

数据来源：海关总署

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 市场首先会关注出口同比增幅。在经济危机来袭之前的繁荣年代，市场已经习惯了一路高歌猛进的增长模式。2003 年到 2007 年年底，出口同比增速在 20% ~30% 似乎司空平常。到了 2008 年，金融危机席卷全球导致外部需求不振，出口增长的好日子戛然而止。到了 2009 年中国出口不增反降；尽管 2010 年中国出口又重新恢复增长，但由于欧美经济体（中国的主要出口市场）增速放缓，出口再现旺势的可能性不大。出口前景的好坏完全取决于中国能否通过产业升级打开高附加值产品出口销路，并在南美、东欧及亚洲等新兴市场抢占份额。

解读出口数据需要注意的几个方面：

● 出口数据是以现价计算的。这就意味着通胀较高时出口增幅也会虚高，通胀较低时也会虚低。有一个不算完美但很实用的方法，可以挤掉出口增速的水分，即通过 PPI 来平减通胀影响。在表 5.1 中，2010 年 7 月中国出口名义增速高达 38.1%，这是一个很不错的成绩。但是剔除当月 PPI 4.8% 的升幅以后，实际出口同比增速只有 33.3%。还有一种方法更加繁琐但却有效，因此受到一些分析人士的推崇，即通过海关公布的个别商品价格指数来平减通胀影响。

● 出口整体增幅没有经过季节性因素调整。海关总署的确以脚注的形式公布季节调整后的数据。但调整春节及国庆假期前后的数据难度很大。

● 出口订单总是会在装货前下发。这意味着如果出口增长强劲，那么它反映的是出口订单下达时的旺盛需求，而不见得是发货时的需求。2008 年 10 月，出口同比增长 19.2%，这并不是因为全球市场 10 月需求旺盛，而是因为中国的贸易伙伴没能预见到雷曼兄弟（Lehman Brothers）破产之后需求一蹶不振的局面，而在 2008 年 7—8 月间遵循惯性继续向中国增下订单。

2. 第二个要审视的是进口数据，因为它反映了中国工业和出口行业的需求状况。在解读进口数据时一定要注意以下几点：

● 进口数据是以现价计算。由于大宗商品占进口总值很大比重，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时价格波动异常剧烈，因此进口数据需要谨慎解读。以原油为例，2008年6月，国际原油价格飙升到140美元/桶，2009年2月又跌破60美元/桶。中国每月进口原油约1亿桶，价格变化如此悬殊肯定会对进口总值产生显著影响。中国进口的铁矿石、铜和其他价格波动较大的大宗商品都是国内刚性需求，如果这些商品价格发生波动，都会对进口总值产生巨大影响。我们可以通过海关总署的进口商品价格指数计算实际进口增幅。

- 中国公司通过囤积大宗商品来防范价格波动所带来的冲击，他们通常在原油和铁矿石价格低的时候大量买进，价格高的时候靠囤积存货维持生产。所以中国大手笔进口反映的是大宗商品的入库情况，而不是实际需求的变化。

- 季节性因素同样会影响进口数据，春节和国庆假期对进口环比增速的影响尤其显著。

3. 中国的贸易顺差向来是世界范围内的争议焦点。在金融危机以前风调雨顺的日子里，中国每月200多亿美元的贸易顺差实在算不了什么，可是2008年年底全球经济都不景气时，中国偶尔有一两个月出口增长超过进口，贸易顺差就超过了400亿美元。2009年至2010年，中国经济率先恢复元气，进口反弹速度快于出口，导致当年大部分月份贸易顺差减少了，甚至在2010年3月意外出现贸易逆差。

贸易顺差的重要性体现在两个方面。首先，在用支出法计算GDP时，净出口(也叫贸易顺差)是计算公式的一部分。贸易顺差扩大会给GDP加分，反之亦然。其次，贸易顺差一直是国外指责中国汇率制度的标靶：巨大的贸易顺差是人民币币值低估的佐证，也是外界抨击中国政府的政治工具。中国领导人则称，贸易顺差不断缩小，说明中国不存在根本性贸易失衡，因此不存在人民币大幅升值的基础。2010年3月的贸易逆差让中国有些猝不及防，但也成为中国放缓人民币升值步伐的理由。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2 2010 年 10 月进出口贸易方式总值 单位：亿美元

项目	当月		1 至当月累计	
	金额	同比(%)	金额	同比(%)
出口总值	1359.8	22.9	12705.9	32.7
1▶ 加工贸易	658.7	15.6	5975.1	28.4
一般贸易	600.1	30.5	5791.1	36.5
[⋯]				
进口总值	1088.3	25.3	11228.1	40.5
一般贸易	571.9	28	6127.1	43.6
2▶ 加工贸易	354.3	18.6	3413.9	34.3
[⋯]				

数据来源：海关总署

1. 加工贸易是中国出口贸易的重要组成部分，主要指进口原材料或配件，加工之后再将成品出口。在早期发展阶段，工人技能低下、低资本投入和低技术含量导致中国处于全球产业供应链的最低端。组装的零件大多从韩国、日本和中国台湾进口。1996 年至 2000 年加工贸易占了出口总值的 55%。随着中国实施进口替代政策，国产工业品逐渐能够满足生产加工的需要，加工贸易占出口贸易的比重开始下降。但 2010 年，出口总值仍有 47% 来自加工贸易。

2. 加工贸易进口增速是判断出口前景的先行指标。加工贸易进口量大意味着成品出口预期需求旺盛；加工贸易进口量减少则说明成品出口预期需求萎缩。表 5.2 将加工贸易汇总为一项指标，除此之外海关总署还发布了加工贸易明细，具体包括出口加工企业使用的进口设备、进口配件以及进口原材料。

表 5.3 2010 年 7 月全国出口重点商品量值表 单位：千美元

商品名称	计量单位	当月		1 月至当月累计		2009 年同期累计		累计比去年同期比%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
成品油	万吨	254	1596464	1689	10852691	1257	5387223	34.4	101.5
塑料制品	吨	703517	1760427	4210802	10179088	3663439	7816672	14.9	30.2
[⋯]									
2▶ 服装及衣着附件			13603910		66827181		56924729		17.4
鞋类			3803492		19419738		15717485		23.6
[⋯]									

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

商品名称	计量单位	当月		1月至当月累计		2009年同期累计		累计比去年同期比%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
3▶ 钢材	万吨	455	4010632	2813	22683583	1116	11790907	152.1	92.4
未锻压铝	吨	68786	139947	419008	826561	107325	181000	290.4	356.7
手持无线电话及其零件			5476567		33065595		27683059		19.4
彩色电视接收机	万台	570	1323175	3442	7347944	2492	5029370	38.2	46.1
集成电路	万个	780291	2543802	4696682	16225444	2735702	11594764	71.1	39.9
[…]									
玩具			1034150		4754681		3658183		30
自动数据处理设备及其部件	万台	15070	14290848	90488	87898486	65055	60627812	39.1	45
电动机及发电机	万台	34828	698530	201759	4071132	139891	2776199	44.2	46.6
家具及其零件			2907705		18543425		13744658		34.9
[…]									
1▶ 机电产品			83830271		500694976		367713578		36.2
高新技术产品			42675409		260086519		187184280		38.9

注："机电产品"和"高新技术产品"包括本表中已列名的有关商品，请读者使用时注意。

数据来源：海关总署

如表5.3所示，月度全国出口重点商品量值表涵盖了33种不同出口商品：

1. 按价值计算，最重要的出口产品是机电产品，占当月出口的60%。公布数据涵盖了机电产品的汇总值和主要产品分类明细，其中包括计算机、手机和电视机等重要商品。

2. 与半导体和智能手机相比，服装、纺织、制鞋、玩具以及五金产品的出口额没有那么抢眼，但作为传统项目一直在中国出口中占有重要地位。然而，各种投入成本的增加严重削弱了这些产品的市场竞争力。尽管如此，这些行业雇佣了大量的劳动力，而且仍然是出口创汇大户。中国服装和纺织业的出口总值加起来仍然高于计算机出口总值；单是纺织业就业人数已高达450万人，超过了计算机和手机生产领域就业人数总和。很多传统出口行业的利润已经薄如刀刃，如果长三角和珠三角的工厂破产倒闭，将会出现大面积失业和社会动荡。这些因素也是中国政府在制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定汇率政策时的重要考量依据。

3. 中国是世界上最大的钢材和铝材生产国，大部分产品供给国内市场。但当国内需求饱和时，过剩产能将冲击国际市场，导致全球钢材和铝材价格下跌。故钢、铝材出口数据也是国际金属市场关注的焦点。

表 5.4 2010 年 7 月全国进口重点商品量值表 单位：千美元

商品名称	计量单位	当月		1 月至当月累计		2009 年同期累计		累计比去年同期比%	
		数量	金额	数量	金额	数量	金额	数量	金额
3▶ 大豆	万吨	495	2091050	3076	13502286	2648	11170987	16.2	20.9
[···]									
2▶ 铁矿砂及其精矿	万吨	5120	7238833	36041	41803779	35511	26865293	1.5	55.6
1▶ 原油	万吨	1900	10276344	13697	77029029	11027	40890982	24.2	88.4
成品油	万吨	278	1596011	2132	12547746	2339	9393215	-8.9	33.6
肥料	万吨	32	113883	404	1453106	294	1517319	37.0	-4.2
[···]									
钢材	万吨	140	1788422	983	11752144	987	11053195	-0.4	6.3
未锻造的铜及铜材	吨	342901	2413863	2574929	19015979	2643419	11953592	-2.6	59.1
废铜	万吨	38	1029696	241	6631125	219	2329330	10.2	184.7
氧化铝	万吨	27	94178	262	906652	329	781882	-20.4	16.0
未锻造的铝及铝材	吨	67462	309855	587093	2309148	1611359	3351998	-63.6	-33.1
废铝	万吨	27	393966	165	2453507	121	1105274	36.6	122.0
[···]									
汽车和汽车底盘	辆	71417	2513602	458885	16983972	181666	6521853	152.6	160.4
飞机	架	34	1312041	193	6195538	164	4616623	17.7	34.2
机电产品			57706157		360281039		252364350		42.8
高新技术产品			35992880		224781746		157367047		42.8

注："机电产品"和"高新技术产品"包括本表中已列名的有关商品，请读者使用时注意。
数据来源：海关总署

如表 5.4 所示，全国重点进口商品明细表反映了中国对国外大宗商品和高科技产品的严重依赖。

1. 石油是中国对外依赖最严重的商品。中国每天消耗 800 多万桶石油，自给率不足一半，剩下的全部依赖进口。其中大部分来自沙特阿拉伯，但也有相当一部分来自伊朗、苏丹及安哥拉等。中国的石油需求几乎是刚性的：即使在 2008 年夏天油价飙升到 140 美元/桶峰值的时候，中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的石油进口依然保持增长。但国际市场对中国石油需求变化的蛛丝马迹还是很敏感的。再回到2008年夏天，当中国政府宣布提高成品油价格时，国际石油价格随即应声跌落了几个美元。在2010年，尽管有迹象显示世界经济增长放缓，但中国破纪录大举进口石油着实给国际油价托了一回底。

中国在石油进口方面的动作和国内市场实际需求确实没什么明显联系。2010年9月，尽管市场预计工业生产放缓，但石油进口却达到纪录高点。要探寻其中原委就要了解中国成品油的定价机制。中国的成品油价格并不是由市场决定，而是发改委制定。发改委根据国际市场一篮子油价均值来制定国内成品油价格。只有在一篮子均价在22个工作日内变化超过4%时，发改委才会考虑调整国内成品油价格。国内成品油经营者深谙此道。当他们预计国际油价变化会引发成品油价格调整时，就会采取相应行动。如果预计油价要涨，他们就会在低价买进，待到油价攀高时再抛售换取利润。预计油价要跌，就会守住不买，消耗手中的存货，待到油价更低时买进。2010年的8、9月间，国际油价大幅上涨。国内市场预计油价还会攀升，于是大举买进成品油，造成当月原油进口量大增。9月份石油进口总值破纪录地攀升，真正推手不是潜在市场需求，而是中国的成品油定价机制。

2. 除原油外，铁矿石是中国采购的第二类大宗商品。中国是世界最大的钢材生产国，但国内供应的铁矿石数量不足且品质低，很难满足需求。中国逾70%的铁矿石需要进口，进口来源主要是澳大利亚、巴西和印度。和原油一样，中国对进口铁矿石的严重依赖意味着不论国际价格如何变化，国内需求是刚性的。即使2008年铁矿石价格飙升时，中国依然保持铁矿石进口增长。相反，国际市场价格对中国需求极度敏感。中国推出以投资为主的刺激措施后，铁矿石进口大幅攀升，铁矿石价格也在2010年4月创下纪录高点。中国投资减弱的迹象出现后，铁矿石价格也开始跳水。不仅是铁矿石，其他金属也一样：智利铜矿业受惠于中国需求，澳大利亚向中国铝材加工厂输送大量铝，韩国和日本生产的优质钢材则受益于中国留下的市场空白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 中国政府非常重视粮食生产的自给自足。尽管耕地很少、降水不足、人口最多，但中国政府也实现了粮食自给。大豆是进口清单上唯一显眼的农产品。大豆是养猪、禽类、渔业等养殖业的主要饲料。生活水平上升后，中国人对食物品质的要求也相应提高。肉类生产从零散养殖走向规模化商业养殖，对大豆的需求也相应高涨。这对美国、巴西、阿根廷等大豆产国来说是个好消息，几个国家都想在中国农产品市场争得一席之地。

如表5.5所示，海关总署还提供了按国别划分的贸易数据，它可以帮助我们理解美国为何对中国的汇率制度耿耿于怀。2008年，中国贸易顺差接近3000亿美元，其中对美国的顺差是1700亿美元。2009年，整体贸易顺差减少至2000亿美元以下，但对美贸易顺差依然巨大，为1430亿美元。在美国看来这似乎有些残酷：美国消费者对中国进口基本消费品的需求也是刚性的。无论世界经济气候如何变化，美国家庭依然去沃尔玛购物，也就是说他们每天都要采购中国商品。而当2009年中国进口增长迅猛的时候，受益者也不是美国制造业，而是澳大利亚和巴西等大宗商品出口国。按国别划分的出口数据透露了中国和欧美国家贸易顺差背后的故事，解释了中国和东亚近邻之间错综复杂的关系，并反映了中国对沙特阿拉伯、澳大利亚和巴西大宗商品的依赖。

市场影响

股市：出口是中国经济增长的重要驱动力。中国出口迅猛增长也就意味着世界需求强劲。出口迅猛增长对国内和国外股市来说都是利好消息。除进出口整体增幅数据之外，投资者还会详细研读按国别和行业划分的明细数据。

大宗商品市场：进口增长强劲往往反映了中国对原材料的旺盛需求，这对大宗商品市场构成利好。大宗商品投资者同样会关注石油、铁矿石、铜和大豆等数据细节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.5　2010 年 7 月进出口商品主要国别(地区)总值表

单位:千美元

进口原产国(地) 出口最终目的国(地)	进出口		出口		进口		累计同比(%)		
	当月	1 至当月累计	当月	1 至当月累计	当月	1 至当月累计	进出口	出口	进口
总值	262308256	1617047178	145519322	850489914	116788934	766557264	40.9	35.6	47.2
其中:中国香港	19883847	118999674	18998146	112514173	885728	6485502	34.2	33.8	42.2
印度	5058167	35462345	3685927	22143451	1372240	13318894	51.6	40.1	75.3
日本	25213037	161705210	10047510	64145985	15165527	96559224	34.9	24.7	42.8
韩国	17937243	115833972	6042675	38456458	11894568	77377514	42.6	36.5	45.8
中国台湾	12538608	81912826	2614010	16264354	9924598	65648472	55.9	62.6	54.3
东南亚国家联盟	24507961	161002465	12142203	76735896	12365758	84266569	49.6	43.2	56.1
其中:印度尼西亚	3697819	23212829	2163107	11998164	1534712	11214665	60.8	60.8	60.7
[...]									
欧洲联盟	43789386	263155472	28673916	169366907	15115471	93788565	36.6	36.4	36.9
其中:英国	4544683	26635676	3546777	20537204	997907	6098472	32.1	28.6	45.5
德国	12774001	78030554	6348874	37046944	6425127	40983610	40.9	42.5	39.5
法国	4184417	25516615	2384294	15607564	1800122	9909051	38.9	38.5	39.5
[...]									
俄罗斯联邦	5007677	30704415	3212391	15008768	1795286	15695648	49.6	70.7	33.7
南非	2234570	13045249	975152	5766026	1259418	4279223	56.2	50.9	60.7
巴西	6127833	32509907	2600809	12917054	3527024	19592853	54.6	102.1	33.9
加拿大	3524737	20191630	2285235	12218967	1239502	7972663	23.7	27.8	18.0
美国	35269750	207230861	27350019	151840139	7919731	55390722	30.6	29.4	34.0
澳大利亚	8209653	46141163	2478732	14156467	5730921	31984697	46.3	36.4	51.1
新西兰	606192	3662564	263390	1418262	342801	2244302	46.6	29.9	59.4

数据来源:海关总署

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外汇市场:贸易顺差始终是国际社会批评中国汇率制度的靶心。日益扩大的贸易顺差也是美国借以向中国施加人民币升值压力的大棒。中国认为,贸易顺差已经在减少,人民币汇率并没有导致贸易根本性的失衡。贸易数据也会影响到其他货币。中国进口强劲对澳元等大宗商品货币是个利好,与中国经济增长联系密切的韩元和新加坡元也同样受益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国进口价格指数

市场敏感度:低

指标含义:考察美国从中国进口商品价格变动的指标,以 2003 年 12 月的指数为基值 100。

中文链接:无

英文链接:www. bls. gov

发布时间:每月中旬前后美国东部时间上午 8:30 发布上月数据。

发布频率:按月

数据来源:美国劳工统计局(US Bureau of Labor Statistics)

是否修正:每月发布的数据可能会包括对前三个月数据的修正和更正。

为什么重要

从 2005 年 7 月中国央行宣布实施人民币汇改以来,直到 2008 年 8 月全球金融危机爆发导致人民币升势中断,人民币兑美元累计升值了 21%。人民币币值上升会抬高中国出口商品的价格,也会降低进口美国商品的价格。人民币升值的结果,本来应该是促进中美贸易关系平衡,即中国贸易顺差减小,美国贸易逆差减小。美国的对华出口额肯定是增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，从2005年的480亿美元升至2008年的810亿美元。但增长速度赶不上中国对美国出口的增长速度，同期出口额从1620亿美元增至2520亿美元。打个不太恰当的比喻，美国的出口增速和中国的进口增速相比，就好比排名世界427位的美国头号乒乓球选手 Mark Hazinksi 和排名世界第一的中国头号乒乓球选手马琳打比赛，结果可想而知。中国对美国的贸易顺差从2005年的1140亿美元增至2008年的逾1700亿美元。

为什么即使是在人民币升值削弱中国出口竞争力的情况下，中国的贸易顺差还是越来越大？答案就在于，汇率只是决定中国出口竞争力的一个因素而已。在诸多因素当中，能够反映中国出口竞争力变化趋势的，不是汇率，而是出口商品实际价格的变动。幸运的是，我们无需去上海港口追踪出口商品价格，美国劳工统计局已经为我们做了这方面的工作，结果就是每个月发布的月度进口价格指数。

编制方法

每个月劳工统计局都会采集逾6000家企业超过20000种商品的进口和出口价格。中国进口商品价格指数只是众多指数中的一个，它是依据3500至3750种商品的进口价格编制而成的。

各种商品的权重，是以该种商品的美元进口价值为基础分配的。也就是说，电脑、电器、机械、服装及其他制造业商品的权重偏高。每年1月会依据两年前的贸易数据对所有商品的权重进行重调，因此，2010年的商品权重反映的，其实是2008年的贸易权重。

进口价格通常以离岸价为基础，它反映的是进口商品在中国港口的价值。也就是说，价格中既不包括运输成本（波动相当剧烈），也不包括美国批发商和零售商的加价。指数是以2003年12月的价格为基值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 5.6　2010 年 9 月美国进口价格指数

描述	占美国进口百分比	指数			
		2010 年 6 月	2010 年 7 月	2010 年 8 月	2010 年 9 月
[···]					
中国(2003 年 12 月数值 = 100)	16.449	100.4	100.5	100.5	100.3

描述	百分比变化				
	年度	月度			
	2009 年 9 月至 2010 年 9 月	2010 年 5 月至 6 月	2010 年 6 月至 7 月	2010 年 7 月至 8 月	2010 年 8 月至 9 月
[···]					
中国(2003 年 12 月数值 = 100)	-0.2	-0.2	0.1	0	-0.2

数据来源：美国劳工统计局

数据反映了美国从中国进口的一篮子商品的价格变动情况。如表 5.6 所示，从 2010 年 6 月到 2010 年 9 月，进口商品价格同比和环比均下降了 0.2%。乍一看去，进口商品价格下降似乎很难理解。2010 年 9 月，人民币升值的步伐显著加快，当月人民币兑美元升值超过 1.5%。进口价格持续下跌让美国很是尴尬，因为这种状况说明，汇率变动对进口价格的影响程度有限。如图 5.1 所示，进口价格没有立即反映出汇率变动的影响，就算有所反映，也只是有限度的影响。

2005 年 7 月，人民币兑美元开始升值。但直到 2007 年 8 月，美国从中国进口商品的价格才突破 2005 年 7 月的水平。到 2008 年 8 月人民币升势受危机影响戛然而止时，中国对美国出口成本也才仅仅上升了 5% 多一点。那么，为什么在人民币大幅升值的背景下，中国的出口价格还会异常稳定？其中的一个原因是，中国的出口商品基本上都是制成品，而制成品的价格要远比原材料的价格稳定。日本对美国的出口商品基本上也都是制成品，美国劳工统计局的数据显示，尽管美元兑日元汇率剧烈波动，但美国从日本进口商品的价格也很稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

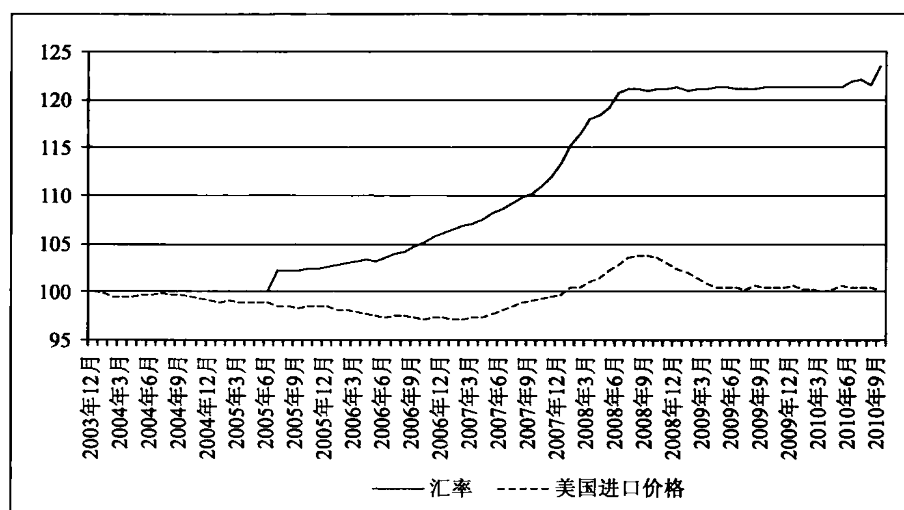


图 5.1　人民币兑美元汇率和美国从中国进口价格指数对比

注：以 2003 年 12 月为基值 100。

数据来源：美国劳工统计局，中国外汇交易中心，作者计算

但中国进口商品价格稳定还有更深层次的原因。由于劳动力及资金成本长期保持在较低水平，同时生产率也在提高，因此企业的生产成本逐渐下降；同时为保住市场份额，企业也愿意牺牲一部分利润。凡此种种，都是进口价格稳定的原因。在这些因素的作用下，人民币升值对出口价格的影响出现滞后，影响程度也很有限。尽管美国国会及制造业工人一直在呼吁人民币升值，但现实很残酷：即使人民币进一步升值，对中国出口竞争力的影响也很有限。

廉价进口商品：制造商心烦，消费者欢呼

在制造业的压力下，美国政府认为人民币币值低估导致美国企业破产，美国工人失业。美国众议院筹款委员会（House Ways and Means Committee）2010 年一次听证会收到的一份材料显示，"中国操纵人民币汇率对美国造成的攻击要比偷袭珍珠港事件更加严重"。但从消费者的角度出发，美国人也在享受着廉价中国商品带来的好处，在沃尔玛（Walmart）、Target 及 Kmart 等超市，美国消费者可以买到价格低廉的中国产电子产品、服装及其他商品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于从中国进口额约占美国总进口额的逾16%，进口价格偏低不仅是美国消费者的福音，它也有助于美国控制通货膨胀压力。自2003年12月美国劳工统计局开始发布中国进口价格指数以来，美国整体进口价格上涨了超过30%，而中国进口价格才上涨了不到1%。中国进口价格稳定帮助美国抵御了石油及其他原材料进口成本上升所引发的通货膨胀压力。但这种局面也不会永远持续下去。如果人民币升值及中国企业投入成本上升导致中国出口竞争力受到侵蚀，很可能出现的一种结果是，美国消费者购买中国产品要支付更多的钱，美国国内的输入型通货膨胀压力也会上升。

市场影响

进口价格指数与其说会影响市场交投，还不如说会引起我们思考。从现有数据来看，汇率波动对进口价格的影响非常有限。随着时间的推移，人民币升值及劳动力和资金成本上升可能会产生更加深远的影响，届时中国的出口竞争力及美国的通货膨胀压力都会受到影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外商直接投资

市场敏感度:中

指标含义:出入中国境内的直接投资数据,按现价计算,单位为亿元,同时发布当月及自年初累计名义同比增幅。

中文链接:www. mofcom. gov. cn/

英文链接:http://english. mofcom. gov. cn/

发布时间:通常每月 15 日发布上月数据

发布频率:按月

数据来源:中国商务部

是否修正:无

为什么重要

在改革开放初期,中国急需国外资本和专业技术。与此同时,外国投资者也希望从中国的低生产成本中获益,并在中国巨大的市场上获得一席之地。解决方法很简单,邓小平实施改革开放战略之后,外商直接投资如潮水般涌入中国市场。20 世纪 90 年代中期,外商直接投资达到峰值,当时约占中国总投资支出的 11%,在奠定中国现代化工业基础方面发挥了至关重要的作用。国民经济中的所有重要行业大都从外资和专业技术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中受益。从广东沿海地区的港资纺织企业、到大众汽车和上海汽车工业(集团)总公司合资生产大众汽车(广泛用于中国出租车行业),再到摩根士丹利(Morgan Stanley)和中国建设银行合作组建中国首家投资银行:外资企业及外国资本为中国经济发展奠定了基础。

30 多年以后,中国的大门仍向外国投资者敞开。但由于中国企业已经具备了独立经营所需的资源和技术,中国吸引外资的热情有所消退。2008 年,中国出台一系列新法规,外商投资企业和国内企业将按同样税率纳税,对劳动者权益的保护更加严格,同时禁止外资参与的行业数量也有所上升。对外国投资者而言,敞开中国 13 亿人口市场的大门是个永远的梦。法规中也有一个有利调整,外资企业可以在中国设立独资公司,而以前只能设立合资公司。但由于中国的监管门槛越设越高,税收优惠政策越来越不利,劳动力成本也在上升,这个梦想对外国投资者的吸引力已大打折扣。再加上中国政治体系复杂庞大,难怪通用电器(General Electric)的 CEO 会感叹,中国政府到底想不想让境内的外资企业赚钱。随着投资中国的障碍越来越多,外商直接投资在中国总投资中的比例已从 20 世纪 90 年代中期的峰值(约 11%)下降至 2009 年的不到 2% 。

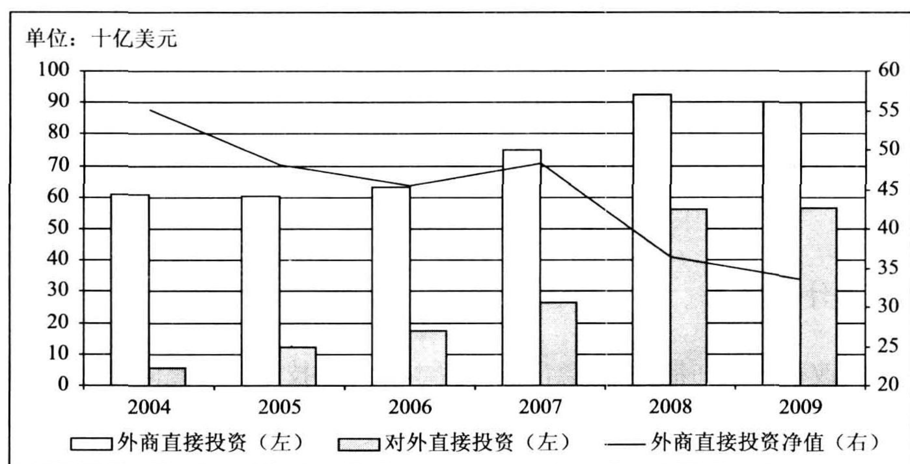


图 5.2 外商直接投资和对外直接投资对比

数据来源:商务部,国家统计局,作者计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国内资本充裕不仅导致中国对外国投资者的资本需求下降，中国本土企业也拥有充足的资金用于海外扩张。金融危机爆发后，欧美曾经显赫一时的大企业如今成了落难的美人，而中国企业则开始拿出英雄救美的架势，随时准备拿出大笔资金前往解围。当然，既然是英雄救美，就难免要和“无赖”打交道。不论是中国铝业公司大胆收购澳大利亚矿业巨头公司力拓股份的计划，还是华为收购美国网络公司3Com的交易，都遭到了来自政界的强大阻力。但中国企业成功开展的一系列小规模收购交易表明，中国投资者还是相当有实力的，他们有意收购中国下一阶段发展所急需的自然资源、技术及品牌。如图5.2所示，中国吸引外商投资的步伐可能正在放缓，但中国对外投资的大门却已大大敞开。

编制方法

月度外商直接投资数据是由商务部收集和发布的，省级政府也对数据的收集和整理作了一定的贡献。根据OECD的规定，只有外资参股比例超过10%的项目才可计入外商直接投资。中国的统计标准则是25%。也就是说，按照国际标准计算，中国的数据低估了外商直接投资的实际水平。

除了标准更高，三大问题的存在令外商直接投资数据的采集过程相当复杂，这就意味着我们在解读的过程中也要带着怀疑的态度。

- 地方政府虚报数据的现象较为普遍。由于外商直接投资是衡量地方官员政绩的一大关键指标，地方政府夸大实际投资规模的动机不言而喻。这个问题在2006年以前尤其严重，当时商务部会发布外商直接投资的签约值和应用值。签约值往往会脱离实际情况严重夸大。从2007年开始，商务部开始只发布外商直接投资应用值，因此地方政府虚报数据的空间被大大压缩。
- 大部分外商直接投资都投入到了实体投资项目，但也有相当一部分实际上是流入中国境内的投机资本。由于投机人士希望押注中国房地产市场和股市，并从人民币升值中获利，外商直接投资项目就成了热钱跨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境流动的最佳掩护。而实体外商直接投资和投机资本根本无法区分。

• 在2008年中国修订相关法律之前,外商投资企业可以比国内企业享有更低的税率。这也就意味着,国内投资者难免会将资本转移到海外,之后再以外资的形式在国内投资,从而享受税收优惠待遇。目前还不清楚这部分资本实际有多少,在法律修订以后又有多少还在进行当中。但考虑到在某些年份,香港对内地的投资几乎占到了外商直接投资总额的50%,同时还有相当大一部分资本来自维尔京群岛(Virgin Islands)等离岸金融中心,因此很大一部分外商直接投资实际上不过是一种变相的国内投资。亚洲开发银行(Asian Development Bank) 2004年的研究估计,这种变相投资约占外商直接投资总额的30% ~50%。

国家外汇管理局(简称“外管局”)发布的中国国际收支平衡表中也包括外国在华直接投资数据。外管局的数据对外商直接投资的界定更加宽泛,同时数据编制的基础是实际跨境流动资本,而不是地方政府上报的数据。也就是说,地方政府虚报数据对外管局数据的影响很小。商务部和外管局数据之间的差距有时候非常显著。2008年,商务部数据显示,外商直接投资规模为923亿美元,外管局数据却是1470亿美元。外管局数据的准确度肯定更高,但却缺乏时效性,毕竟商务部的数据是每个月发布一次,而国际收支数据每个季度才发布一次。

解读数据

商务部网站会发布两套完全不同的数据,一套是外商直接投资,一套是对外直接投资。外商直接投资数据更详细一些,包括新批设立外商直接投资企业数量、实际使用外资金额,及按洲和国家统计的投资明细。

外商直接投资

外商直接投资数据非常有利于我们考察投资者人气的高低。数值较高,就意味着投资者认为在中国投资有利可图,不论是实体项目的长期投资,还是押注人民币升值或是炒股炒房等短期投资。数值偏低则可能意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味着投资者对中国经济前景的看法悲观。尽管投机资金和长期投资在总投资中的比例很难界定,但考虑到房地产是投资者赚快钱的一个重点区域,因此房地产投资可以帮助我们判断投机资金的比例。2009 年,房地产外商直接投资总计 160 亿美元,约占总投资规模的 18%。

月度数据所反映出的投资者人气固然很有价值,但也需要谨慎解读。如果某个月发生一笔巨额投资,当月的数据就会大幅攀升,但如果第二个月没有重要项目上马,数据又会立刻回落。2007 年 9 月,外商直接投资同比下降了 2%,但几个月后,2008 年 1 月,外商直接投资同比增长超过 100%。到了 2 月,同比增幅又回落至 38%。这并不代表我们可以据此判断,在短短五个月的时间里,投资者人气在经历了冰火两重天之后,又恢复至不温不火的状态。数据反映的实际情况是,投资项目往往会集中上马,而不会平均分摊在每个月里。因此,很有必要连续观察几个月的数据以了解实际趋势,不宜对单月外商直接投资水平的剧烈波动太过在意。

对外直接投资

对外直接投资数据较为简短,只包括中国企业海外投资涉及的国家和项目数量以及自年初累计的投资总额。和外商直接投资类似,对外直接投资往往也会集中在个别月份,因此连续观察几个月的数据可以帮助我们更好地判断中国企业的海外投资趋势。要想了解按国家和行业划分的对外直接投资明细,投资者需要等待年度数据公布。以往发布年度明细显示,到目前为止,原材料及金融领域一直是中国企业对外投资的重点。

市场影响

股市:外商直接投资占中国总投资支出的比例太小,无法左右中国经济的增长轨迹。但它依然是考察国际投资者对中国经济看法的一个重要指标。以外商直接投资的方式流入中国的热钱在进入中国市场时也会对股市构成提振,撤出时也会给股市造成下行压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大宗商品市场:外商直接投资数据表现强劲是中国经济向好的信号,它也反映了投资者对房地产市场的乐观态度,这对大宗商品市场来说都是利好。但外商直接投资数据和大宗商品价格之间的联动关系不是很明显。

外汇市场:由于相当大一部分的外商直接投资其实是流入中国市场的热钱,而且即使是实际投资资金也会受到人民币升值预期的影响,因此外商直接投资数据表现强劲意味着投资者看好人民币升值前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际收支平衡

市场敏感度:中

指标含义:考察中国国际贸易和资本流动状况的指标,以现价计算,单位为亿美元。

中文链接:www. safe. gov. cn/model_safe/index. html

英文链接:www. safe. gov. cn/model_safe_en

发布时间:每个季度结束后六周左右发布初值,几个月后再发布终值数据。

发布频率:2009 年以前半年发布一次,从 2010 年起改为每季度发布一次。

数据来源:外管局

是否修正:会对初值进行大幅修正,编制方法如有变化,还会对历史数据作相应修正。

为什么重要

国际收支平衡是考察中国和世界其他地区所有交易往来的综合性指标。不论是贸易、投资,还是跨境资本流动,都应反映在当中。由于贸易和投资流动基本上都是单向的,因此中国的国际收支数据会在国际上引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起很大的争议,因为它反映了中国的经常项目盈余。

编制方法

外管局编制的国际收支平衡报告处于国际领先水平,它是按照 IMF 的《国际收支手册》(Balance of Payment Manual)中设立的标准编制而成。数据来源包括:其他政府部门的数据和外管局自己的交易系统(以银行数据为基础),部分项目也会参考抽样调查数据。

经常项目中大部分都是商品贸易。这部分数据来自海关总署的统计报告。有个小小的区别,海关数据考察的是出口商品的离岸价,和进口商品计入成本、保险和运费之后的到岸价格。外管局数据则是统一按照离岸价编制。我们在批评外管局不守规矩之前,首先要了解,按照离岸价计算的进口额要低于按照到岸价格计算的进口额,因此按照外管局的方法得出的经常项目盈余要大于按照海关总署方法得出的结果。

外管局会对数据进行修正,修正的幅度可能会很大。外管局发布的 2009 年初值数据显示,中国经常项目盈余占 GDP 的比例为 5.8%,远低于 2008 年的 9.6%,但仍然偏高。直到 2011 年,外管局才低调宣布将 2009 年的盈余比例向下修正至 5.2%,理由是企业留存利润的会计计算方法发生变动。这种变动可能是有法律依据的,并且也是建立在外管局统计方法改进的基础上,但批评人士指出,在国际社会向中国施压、希望中国政府实现国际收支平衡的背景下,中国却通过统计方法的改进实现降低经常项目盈余的目的(事实上 2005 年以后的所有历史数据也都作了相应修正),这种做法值得商榷。

解读数据

表 5.7 2009 年国际收支平衡表 单位:亿美元

	项目	行次	差额	贷方	借方
1▶	一. 经常项目	1	2,971	14,846	11,874

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	项目	行次	差额	贷方	借方
	A. 货物和服务	2	2,201	13,333	11,132
2▶	a. 货物	3	2,495	12,038	9,543
3▶	b. 服务	4	-294	1,295	1,589
	[···]				
4▶	B. 收益	18	433	1,086	653
	1. 职工报酬	19	72	92	21
	2. 投资收益	20	361	994	632
	C. 经常转移	21	337	426	89
	1. 各级政府	22	-2	0	3
	2. 其他部门	23	340	426	86
	二. 资本和金融项目	24	1,448	7,464	6,016
	A. 资本项目	25	40	42	2
	B. 金融项目	26	1,409	7,422	6,014
5▶	1. 直接投资	27	343	1,142	799
	1.1 我国在外直接投资	28	-439	42	481
	1.2 外国在华直接投资	29	782	1,100	318
	2. 证券投资	30	387	981	594
	[···]				
	3. 其他投资	41	679	5,299	4,620
	[···]				
	三. 储备资产	64	-3,984	0	3,984
	3.1 货币黄金	65	-49	0	49
	3.2 特别提款权	66	-111	0	111
	3.3 在基金组织的储备头寸	67	-4	0	4
6▶	3.4 外汇	68	-3,821	0	3,821
	3.5 其他债权	69	0	0	0
7▶	四. 净误差与遗漏	70	-435	0	435

数据来源：外管局

1. 中国的经常项目盈余为什么会引起如此广泛的争议并成为众矢之的？宏观经济学对 GDP 的定义是国内消费、投资和净出口总和，净出口就相当于经常项目。一个国家出现经常项目盈余，就意味着另一个国家会出现经常项目赤字。如果中国出现盈余，那么可能就会有几个国家出现赤字。说白了，中国的经常项目盈余会为中国的 GDP 添砖加瓦，但其他国家的 GDP 却会受到拖累。2001 年，也就是中国入世那一年，中国 GDP 占全球总产值的比重还非常低，如图 5.3 所示，中国的经常项目盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只占了 GDP 的 1.3%。到 2007 年,中国 GDP 规模已跃居世界前五位,经常项目盈余在 GDP 中的比例也膨胀到了 10.1%。美国参议院 2010 年的一次听证会针对人民币汇率相关立法提案进行了讨论,一位参议员批评中国通过操纵人民币汇率令美国流失了 230 万个工作岗位。

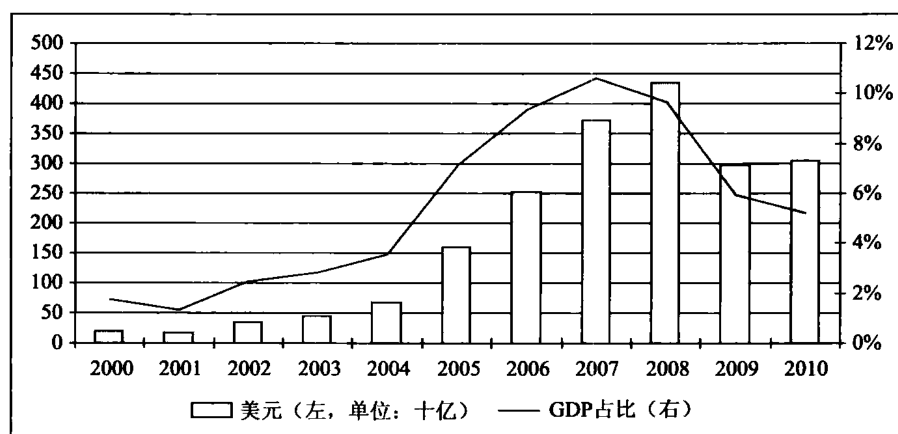


图 5.3　经常项目盈余:绝对值及 GDP 占比

数据来源:外管局,IMF,作者计算

如表 5.7 所示,2009 年数据显示,中国经常项目盈余为 2971 亿美元,约占 GDP 的 5.8%。外管局统计方法调整后,盈余规模又被向下修正至 2610 亿美元,盈余比例为 5.2%。与金融危机爆发前相比,盈余比例显著下降,这反映出两方面的因素。首先,金融危机爆发后全球市场需求严重萎缩,这就意味着中国的出口受到了巨大冲击。其次,中国的经济刺激措施是投资驱动型,这就意味着中国对原材料和机械的进口大幅攀升。出口减少进口增加自然就导致经常项目盈余收窄。

随着世界经济逐渐摆脱危机的影响,一个让决策者困惑的问题是,接下来会发生什么情况?据美国金融犯罪调查小组表示,中国丝毫没有表现出改变的迹象。IMF 认为,由于中国经济刺激措施的影响逐渐消退,全球市场需求稳步回升,人民币币值仍然严重低估,因此,到本世纪 10 年代中期,中国的经常项目盈余占 GDP 的比例将反弹至 8% 左右。中国政府则坚持认为,中国的国际收支状况已进入一个新的篇章,盈余比例已降至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP 的 4% 左右，因此没有必要进行重大政策调整。到底谁是谁非，我们会从国际收支数据中见分晓。

2. 中国的世界工厂称号可谓名副其实。经常项目盈余基本上全部来自商品贸易。中国东部沿海地区的工厂生产和组装了大量手机、电脑、电视、汽车、五金、家具、服装、玩具及鞋子等商品，又通过上海、深圳及宁波等港口输送到欧美市场，这些商品占到了中国贸易活动的大头。

3. 中国入世以后，其他成员国不得不承认这样的事实，即中国制造企业在全球商品市场中的份额将会上升。欧美政府一度认为，本国企业可以通过在服务业上的竞争优势来弥补部分差距。但中国的收支平衡数据表明，这种观点也不尽完全正确。中国的服务项目的确存在赤字，但和商品项目的巨大盈余相比，服务项目的赤字实在是微不足道。如表 5.7 所示，2009 年的数据显示，中国商品项目的盈余为 2495 亿美元，服务项目的赤字为 294 亿美元。其中一个原因是，就本质而言，服务比商品更难交换，很少有人会出国理发。但另一个原因则是，外资企业在金融、电信及物流领域具备竞争优势，但中国市场的大门仍未向外资敞开。

4. 收益项目的重要性要略低一些，但它在经常项目中的地位仍然不容忽视。收益项目可以分为职工报酬和投资收益两个部分，其中投资收益是大头。投资收益一直和中国的外汇储备规模同步增长，外管局也承认，外汇储备是投资收益的主要来源。2011 年第一季度，中国的外汇储备规模上升至逾 3 万亿美元。将投资收益和中国外汇储备联系来看，就可能得出一个外管局投资回报的粗略估值。2009 年，中国投资收益为 994 亿美元。截至 2008 年年底，中国的外汇储备规模为 1.9 万亿美元。如果说大部分收益都来自外汇储备的利息收入，那就意味着外管局的投资回报率约为 5%，这一水平位于外界预期区间的高端。

5. 资本和金融项目包括了证券投资和外国在华直接投资。这是美国国际收支数据中异常活跃的一个项目，每个季度都有数百亿美元资本出入美国境内。在中国，1994 年墨西哥比索危机和 1997 年亚洲金融危机的教训仍让中国政府印象深刻。特别是 1997 年，由于海外资本突然外逃，跨境资本流动剧烈波动，亚洲邻国不堪重负而纷纷倒下。中国不希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重蹈覆辙。

中国的资本项目也并非完全关闭。尽管存在一定的难度,但中国的家庭、企业和投资者都可以将资本带入或带出国门。中国政府推进人民币国际化也可能会加快资本项目可兑换的步伐。同时,考虑到中国的贸易和直接投资渠道已经打开,热钱完全可以跨境流动,因此,中国当前仍在实施的资本管制措施到底是否有效也值得商榷。但尽管中国正在逐步推进资本项目可兑换,同时现有的管制措施也并非滴水不漏,但证券投资的规模仍然非常有限。就目前而言,资本项目中最主要的交易仍是直接投资。

6. 经常项目盈余并不是国际收支报告中唯一具有争议性的内容。数据中还包括了和汇率相关的一个项目,即中国的外汇储备。其实在国际收支数据发布前,中国央行就会发布外汇储备数据。那么国际收支数据到底还有什么新的看点？要回答这个问题,我们需要先了解一下中国外汇储备的计算方法。

导致中国外汇储备总值变动的原因有两个。外管局自身可以从事交易,买进或抛售资产会导致储备总值相应增加或减少,此外市场和汇率的变动也会导致外管局所持储备资产价值的变动。中国央行发布的外汇储备总值包含了交易和估值两方面的影响,但却没有进行区分。从 2010 年年初开始,外管局的国际收支数据计入了交易对外汇储备总值的影响,但剔除了市场及汇率波动的影响。如图 5.4 所示,两份数据差别很大。

如表 5.7 所示,2009 年,交易因素导致中国外汇储备新增 3821 亿美元。这和中国央行的数据略有出入,后者显示,中国外汇储备同期增长了 4490 亿美元。二者之间的差额说明,汇率及市价波动导致的估值变化使中国外汇储备总值增加了 669 亿美元(4490 亿 - 3821 亿 = 669 亿)。这样的解释倒是很有道理。2009 年,美元兑欧元下跌,因此汇率波动可能导致中国的欧元计价储备折算成美元后价值略有上升。

具体的计算方法外界实在难以捉摸。但了解交易和估值调整对外汇储备的贡献率非常有用。外管局是美国国债及其他主权债务市场的重量级参与者。这些市场的投资者自然希望了解外管局的投资规模。这也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

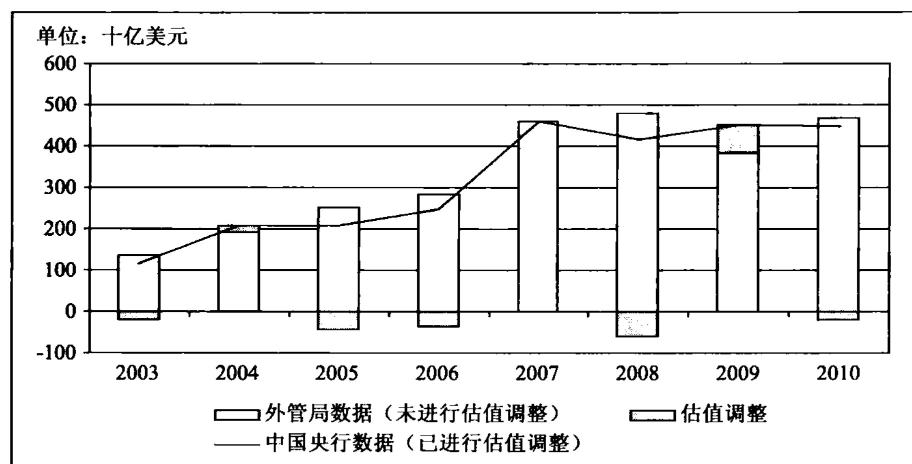


图 5.4 外汇储备增幅:外管局和中国央行数据对比

数据来源:外管局,中国央行,作者计算

意味着和估值变动引发的储备总值变化相比,交易引起的变化更为重要。了解估值调整对储备规模的影响也可以帮助分析师估算中国外汇储备的构成比例。这一过程相当复杂,但简而言之,估值调整的幅度越大,就意味着外汇储备中相当大一部分肯定是投在了风险资产及非美元资产(因为这些资产的美元价值受市场及汇率波动的影响最大);估值调整的幅度越低,就表明美元计价主权债务的投资比例较高。

7. 国际收支数据的最后一个项目是净误差与遗漏,这部分的数值有时会相当巨大,一些分析人士认为,外管局会把热钱流入列在该项目之下。从我们对投资者动机的了解来看,净误差与遗漏所反映出的热钱流动模式符合常理。2007 年和 2008 年上半年,该项目的数值均为正值,表明热钱正在涌入中国市场,投资者希望能从人民币迅速升值及股市和楼市大幅上涨的过程中获利。2008 年下半年,该项目转而出现负值,表明热钱正在流出,这也有一定的道理,因为雷曼兄弟破产且美国金融系统卷入危机。表 5.7 说明,2009 年,全球经济加快复苏,国际资本再度看好中国经济,净误差与遗漏一直是负值(资本仍在流出,但流出规模远低于 2008 年)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

国际收支数据发布时间较晚,所包含的新信息也太少,因此不会对股市和大宗商品市场产生重大影响。但经常项目盈余规模一直是汇率战的关键制衡因素,因此外汇市场会密切关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外汇和黄金储备

市场敏感度:中

指标含义:中国外汇储备(现价,单位为亿美元)和黄金持有量(单位为万盎司)季度数据。

中文链接:www. pbc. gov. cn

英文链接:www. pbc. gov. cn/publish/english/963/index. html

发布时间:每个季度第一个月的10日至15日之间发布上一季度数据。

发布频率:按季

数据来源:中国央行

是否修正:无

为什么重要

中国到底需要多少外汇储备?足够负担好几个月的进口成本?足够在中国企业需要进行海外收购时向其提供外汇?足够在金融市场动荡及投机资金炒作时为汇率制度构筑安全屏障?就算是为了满足这些需求,2011年年初外汇储备超过3万亿美元大关时就已经足够用了。中国的外汇储备可以负担两年半的进口成本,相当于改革开放以来外商在中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的总和,可以买到相当数量的《财富》500强企业。凭借关闭的资本账户,中国早就可以防范曾在亚洲金融危机期间压垮印尼、泰国和韩国的热钱攻击。但就算中国开放资本账户,凭借世界规模最大的外汇储备,中国一样可以构筑一道坚实的屏障。

很多人其实并不了解,中国的巨额外汇储备其实是在无意间累积起来的。改革开放以来,中国推行的是出口驱动型经济增长战略。作为这一战略的一部分,中国政府将人民币兑美元的汇率维持在相对较低的水平,利用汇率来加强中国的出口竞争力。但在经常项目盈余不断上升的背景下,要想维持汇率稳定,中国就要不断对汇市进行干预。中国外汇储备规模的变化与经常项目盈余的变化具有很强的联动性,这也绝非偶然。只有在目标价位买进出口创造的外汇收入,中国才可以避免人民币升值。中国央行在外汇市场买进的美元就是中国外汇储备的基础。但在外汇储备积累的过程中,中国政府并没有刻意追求储备规模,出口驱动型增长战略及政府刻意求稳的动机才是关键驱动因素。

编制方法

在计算外汇储备总额时,外管局使用的是IMF《国际收支手册》中规定的方法。但采用国际标准并不意味着数据的质量会有显著改善,事实上外汇储备数据的很多计算方法都没有对外公布。计算交易对外汇储备增减的影响相对简单明了。如果外管局买进100亿美元的美国国债,储备总额就增加了100亿美元。主要的问题在于外管局在依据市值及汇率变动对储备估值进行调整时所采用的方法。

汇率方面,中国央行公布的外汇储备总值是以美元计算,但所持外汇储备却包括多种货币。这就意味着汇率波动应会影响储备总值的美元价值。为简单起见,我们假设中国的外汇储备70%是美元,余下的30%是欧元。假如美元兑欧元升值10%,欧元计价储备的美元价值就会下降10%。这就意味着整体储备的美元价值应下降3%($-10\% \times 30\% = -3\%$)。相反,如果美元兑欧元贬值10%,外汇储备的美元价值就会增加3%。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不清楚中国外汇储备的具体组合,根本就无法了解外管局有没有根据汇率变动作系统性调整,但大部分分析人士认为,外管局的确作了系统性调整。

市值方面,资产今天的价值未必和购买当初的价值一样。私营投资基金在公布投资组合现值时会按市值计算,也就是说,所发布的数值是投资组合的当前市值,而不是买进时的市值。外管局宣称,自己所采用的也是同样的方式,至少在计算证券投资时采用的是这种方法。但具体方法仍然不得而知。根据外界对中国外汇储备组合的了解,如果外管局按市值计算投资总额,那么有些数据就解释不通。一种解释方法是,外管局的一小部分证券投资包括了股市及高风险资产,这部分投资是按市值计算。而大部分外汇储备都是美国国债及其他主权债务,这部分资产是不上市交易的,因此外管局认为没有必要按市值估算其价值。从这个角度来看,外管局 2008 年和 2009 年数据的估值调整幅度和调整方向都可以得到合理的解释。

解读数据

表 5.8　2010 年黄金和外汇储备

项目	2010 年 1 月	2010 年 2 月	2010 年 3 月	2010 年 4 月	2010 年 5 月	2010 年 6 月	[···]
国家外汇储备（亿美元）	24152.21	24245.91	24470.84	24905.12	24395.06	24542.75	[···]
黄金储备（万盎司）	3389	3389	3389	3389	3389	3389	[···]

数据来源:中国央行

解读中国外汇储备数据说简单也很简单。中国央行每个月月底都会发布以美元计算的外汇储备总额。如表 5.8 所示,截至 2010 年 6 月底,中国外汇储备总计 2.45 万亿美元。但如果再进一步,深挖一下数据背后的含义就有些难度。

首先,外汇储备总额并没有完全统计中国的外汇储备积累。2007 年年底,中国政府将 2000 亿美元的外汇储备注入了中国投资有限责任公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。此外，中国的外汇储备还包括中国央行资产负债表上的其他外国资产以及中国央行和商业银行展开的外币互换，而这些是不会计入官方外汇储备数据的。总体计算，截至 2010 年年底，这些额外的外汇储备来源总计达到数千亿美元。

其次，官方数据根本不会透露中国外汇储备的投资对象。理由也很充分。中国外汇储备规模位居世界首位，如果提前向市场透露投资意图，所有要买进的资产都会贵得离谱，而所有想抛售的资产又会便宜得可怜。根据外管局所透露的零星线索以及中国观察人士的猜测判断，中国外汇储备主要投资于主权债务，其中约 70% 是美元债务，主要是美国国债，20% 是欧元区债务，5% 是日本债务，余下的是其他债务。截至 2010 年 6 月末，美国财政部的数据显示，中国至少持有 1.6 万亿美元的美元债务，其中 1.1 万亿美元是美国国债，3590 亿美元是房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）等有政府背景的机构发行的债务。这部分美元债务在中国当时的外汇储备中占到了约 65%。

跨境热钱

外汇储备数据为我们提供了量化跨境热钱规模的一种方式，在影响中国经济的诸多因素中，热钱算是最重要的因素之一，但也是最难以把握的。热钱就是为追逐超额利润而出入市场的投机资本。对目标市场而言，大量资本迅速进出会造成风险：热钱流入会形成投机泡沫，热钱流出又会导致泡沫破裂。巨额外国资本流出正是在亚洲金融危机时击垮中国邻国的一个重要原因。由于中国的资本项目没有完全开放，因此投机资本扰乱中国经济的可能性也大大降低。但 2005 年到 2008 年的大部分时间，以及 2010 年，由于中国股市和楼市有获取高额利润的可能性，同时人民币升值也让投机人士嗅到了高回报的气息，这些因素足以促使投资者规避资本管制，于是数千亿美元资金涌入中国市场。由于热钱不合法也没有记录，因此无法准确统计。不过，使点小聪明，外汇储备数据可以帮助我们作个粗略的估算。

如图 5.5 所示，推理的基本依据是，如果知道了贸易顺差流入外汇储

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备的部分,知道了外商直接投资净额,知道了利息收入,以及估值调整的影响,余下的那部分无法解释的数值就应该是热钱。举例来说,2010 年 5 月,中国央行数据显示,外汇储备萎缩了 510 亿美元。当月的海关数据显示,贸易顺差为 200 亿美元,商务部数据显示,外商直接投资净流入 50 亿美元。2010 年第二季度对欧元来说是段艰难的时光,因为欧洲主权债务危机全面爆发。欧元兑美元大幅下挫可能导致中国储备资产的美元价值减少了约 300 亿美元。现有储备的利息收入约为 80 亿美元,这就是所有已知数据及估算数据。相加后得出的就是有明确来源的外汇储备规模,约为 30 亿美元,当月实际外汇储备萎缩了 510 亿美元,那就意味着热钱流出规模约为 540 亿美元(510 亿美元 + 30 亿美元 = 540 亿美元)。

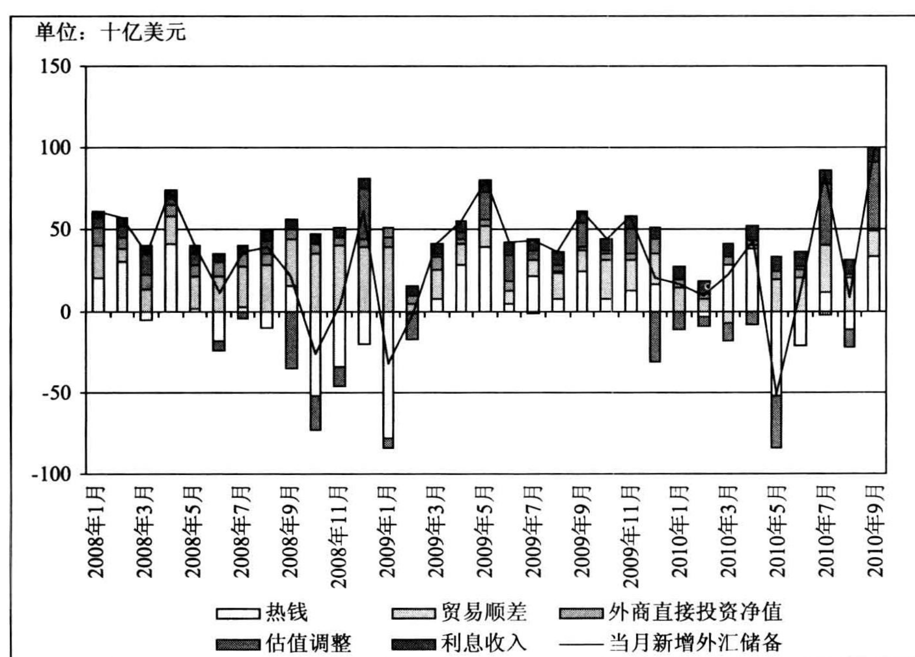


图 5.5 外汇储备的构成和增幅

数据来源:中国央行,海关总署,商务部,作者计算

为什么要费这么大的劲去估算热钱流动规模?因为热钱流动是考察投资者对中国经济看法的一项有用指标。热钱流入规模较高,说明投资者看好中国经济,看涨楼市和股市,也预计人民币会迅速升值。热钱流入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模较小,或干脆是热钱外流,可能反映了全球风险偏好正在降温。对中国来说,这也可能意味着投资者转而看跌楼市和股市,或者投资者对人民币升值前景的预期不太乐观。热钱流动规模也是中国央行制定货币政策时参考的一项重要指标。热钱大量涌入中国就意味着金融系统的流动性会上升,资产价格泡沫会吹大,通货膨胀压力也会上升。资本意外流出会对中国货币市场的流动性构成压力,并导致短期利率上升。2010 年 5 月,由于数百亿美元投机资本从中国市场出逃,中国货币市场的 7 天回购利率从 1.6% 飙升至 3.2% 。

用这种方法计算热钱流动规模也有缺陷。贸易和投资中的一部分(可能相当大一部分)是变相热钱。中国出口商和外国客户之间都有默契,只要虚报订单数额就可以将热钱引入中国。每年流入中国的外商直接投资中也有一部分是热钱,这部分投机资本的目标是楼市和股市。如果贸易和外商直接投资中有一部分的确是热钱,我们从外汇储备中减去贸易顺差和外商直接投资净额得出的热钱流动估算数据就失去了意义。使用人民币作为贸易结算货币也令这种计算方法更加复杂。如果进口商是用人民币而不是美元进行支付,那么外汇储备中来自贸易的部分就会高于贸易顺差。跨境资金流动中也有没计入贸易和投资的,这部分流动资金不是热钱,但的确可以帮助我们解释储备规模的变化。2010 年 7 月,中国农业银行在中国内地进行首次公开募股(IPO),100 亿美元资金流入中国内地,这并不算是热钱,它解释了当月外汇储备激增 840 亿美元的原因。

我们的估算方法肯定是有缺陷的,但根据我们对投机资金流动方式的了解,估算结果还是讲得通的。继续以 2010 年 5 月为例,2010 年 4 月,中国政府出台了房地产调控政策,中国股市开始一蹶不振,市场对人民币重拾升势的预期也戛然而止。热钱没有理由再进入中国。与此同时,欧洲主权债务危机导致全球风险偏好降温,投机资本开始逃离高风险的新兴市场,转而追捧避险资产。前面计算得出的 540 亿美元也许和实际数值有偏差,但 2010 年 5 月的确有大量投机资本撤出中国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金投资者要做好准备

那么中国的黄金储备呢？解读黄金数据要更简单一些，但投资者也要提防一大陷阱。中国央行每个季度都会发布黄金储备数据。问题是数据严重滞后，无法及时反映中国央行黄金持有量的变化。2009 年 4 月，中国央行宣布，黄金持有量已从 1929 万盎司增至 3389 万盎司，增幅超过 75%。难道这就意味着中国央行在 4 月份买进了 1400 万盎司的黄金吗？可能不是吧。这一信息的实际含义是，从中国央行上次发布官方黄金持有量变动情况开始(2002 年 12 月，当月中国新增 321 万盎司黄金储备)，在七年的时间里，中国央行已在不同的时间购买了黄金，但直到 2009 年 4 月才决定对外公布。为什么搞得这么神秘兮兮？这和外管局不愿公布外汇储备组合的原因类似：如果中国向世界宣布，打算花 3 万亿美元购买黄金，那么金价就会迅速蹿升至天价。

中国黄金持有量的变化对国际金价的影响不言而喻。但由于中国央行不会及时公布持有量的变动情况，而实际发布的数据又不一定能够反映出当前的购买量，因此市场应谨慎解读数据，不要轻易地把它当做中国市场黄金需求上升或下降的证据。

市场影响

外汇储备数据每季度发布一次，它可以帮助我们回顾一下中国经济的整体状况。但这并不代表数据不会对市场造成影响。

- 中国为维护人民币稳定不断对外汇市场进行干预，巨额外汇储备是考察干预程度的最显而易见的信号。如果真有汇率战，那么规模超过 3 万亿美元的外汇储备就是中国汇率制度最容易受到攻击的对象。这就意味着外汇储备数据是外汇市场关注的焦点。
- 热钱流动信息或许不够及时，也不尽准确，但它可以帮助我们了解投资者风险偏好，以及投资者对人民币及股市、楼市前景的看法。
- 中国央行有充分的理由不公布外汇储备组合。但在缺乏确凿信息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况下，传言和猜测会对市场构成影响。2010 年 5 月，某大型金融媒体的一则报道暗示，外管局对欧洲债务的兴趣越来越低，受此影响，欧元大幅下跌。尽管外管局后来出面否认，但欧元对美元已在消息发布一天后下挫 1.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国财政部国际资本流动数据

市场敏感度：中

指标含义：关于美国证券产品跨境交易的月度报告，单位为百万美元。

中文链接：无

英文链接：www. treas. gov/tic/

发布时间：每月第 11 个工作日美国东部时间上午 9 点，滞后一个半月。

发布频率：按月

数据来源：美国财政部

是否修正：每年对截至 6 月末的总计数据进行一次重大修正，初值在第二年 2 月末发布。

为什么重要

2001 年，中国入世那年，中国政府持有 610 亿美元的美国国债，仅占外国投资者总持有量的 6%。当时中国是美国债务的第二大外国持有者，但持有量远低于日本，在美国国债市场也不具备重大影响力。但到 2008 年年底，形势发生了根本性的转变，美国经济面临崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溃边缘,奥巴马政府谋划出台有史以来规模最大的财政刺激措施。中国取代日本成为美国国债最大的债权人,持有量飙升至7270亿美元,约占外国投资者总持有量的23%。外管局也成为美国国债市场上的重量级投资者。

中国持有巨额美国国债也引发了一些争议。在国内,社会各界围绕国家财富应如何投资存在很大的分歧。中国人均国民收入每年只有4000美元,而中国却将数千亿美元借给美国,这对中国国民来说,的确是莫大的讽刺。下至北京的计程车司机,上到中国央行顾问,每个人都在思索,为什么中国不把外汇储备投向黄金、土地、科技或是其他收益更高的资产,而要投向美国国债,并冒着随时可能因为美联储的美元增发计划而贬值的风险。在美国,中国的外汇储备规模让人生畏,它是中国政府国际影响力日益上升的一个象征,同时也是中国汇率政策受到西方质疑的初步证据。中国投资美国国债可以令美国维持较低的借款成本,但美国非但毫不领情,反而担心中国会将所持有的美国国债当做“原子弹”投向美国:美国认为,一旦中国突然决定抛售美国国债,美元就会立刻被压垮。这种担心也许是毫无根据的,但在美国深入人心。2009年2月,温家宝总理暗示,中国外汇储备还有其他投资选择,消息传出后,全球市场立刻受到巨大冲击。

实际情况是,全球市场其实完全没有必要担心。外管局每个月要为数百亿美元寻找投资目标。除了美国国债市场,很少有哪个市场能够庞大到足以吸纳如此巨量的资金。美国同时还是中国最大的贸易伙伴国。对最好的客户还要吝惜信贷,这种做法也不明智。从管理人民币兑美元汇率的角度来看,将外汇储备投资于美元资产也有一定的道理。投资对象的局限性,经济常识加上自身利益:在这些因素的共同作用下,中国一直在投资美国国债。截至2009年年底,中国再次增持了1670亿美元的美国国债,总持有量达到8940亿美元,继续保持美国最大债权人的地位。但温家宝的警告也并非完全是空穴来风。就算中国在金融危机期间一直持有美国国债,但美联储不断增发美元,美国公共债务不断膨胀,这些都削弱了美国国债的吸引力。几年来,高达2000亿美元的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金已从高度保守的外管局转移到了自由度较高的中投公司,外管局本身也决定,拿出一部分现金投资股市和企业债券,并加大对亚洲及新兴市场债务的投资规模,企业手中留存的可以用于海外投资的外币利润也有所增加:凡此总总,都说明中国的确有其他的外汇储备投资对象。美国财政部国际资本流动数据可以帮助我们追踪中国对美国国债的投资变化。

编制方法

每个月,美国财政部都会要求一群大型证券托管人、银行、经纪行及交易商提供长期美国证券跨境交易数据(所谓长期证券,即期限超过1年的证券产品)。与此同时,财政部还会要求银行提供外国投资者对短期证券的持有量。数据采集过程异常艰辛,工作量巨大。但数据也并非尽善尽美,因此在解读最终结果时需要谨慎,特别是跟中国有关的部分。需要指出的是,数据的采集过程涉及两个重要规定:

- 托管规定:数据记录的美国国债持有国指的是实际托管美国国债的国家,而不是最终持有人所在的国家。托管,也就意味着如果外管局决定买进100亿美元的美国国债,并委托伦敦的机构进行托管,那么英国的美国国债持有量就会增加,而不是中国。
- 交易规定:长期证券月度交易数据将持有量归于买进的国家,而不是实际持有的国家。这就意味着,如果外管局决定再买进100亿美元美国国债,但决定转而通过位于加勒比海群岛的一家经纪行购买,那么加勒比海群岛的持有量就会上升,而不是中国。

两大规定的结果是,月度数据一直低估了中国对长期证券的实际购买量,而英国、加勒比海、比利时、卢森堡及瑞士等主要托管和交易中心的购买量则会被高估。

通过年度调查修正交易规定对数据的影响

除了月度调查,美国财政部还会针对长期证券持有量开展年度调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查。通过向托管人、经纪行及其他投资者询问更详细的问题，并逐笔收集证券交易数据，年度调查可以修正交易规定（但修正不了托管规定）对月度数据的影响，因此可以帮助我们更准确地把握中国的总持有量。如图5.6所示，数据之间的差异非常显著。从月度数据来看，截至2009年6月的一年里，中国仅买进了2410亿美元的美国国债。但年度调查却显示，中国买进了约3800亿美元的美国国债，比月度数据的总和高出了逾50%。年度数据的准确度大大提高，但也丧失了时效性。美国财政部国际资本流动系统要处理280万张表格才可以编制出年度数据，因此也可以理解为什么数据要延期9个月才可以发布。截至6月末的一年中中国持有量数据要到来年2月才会发布。

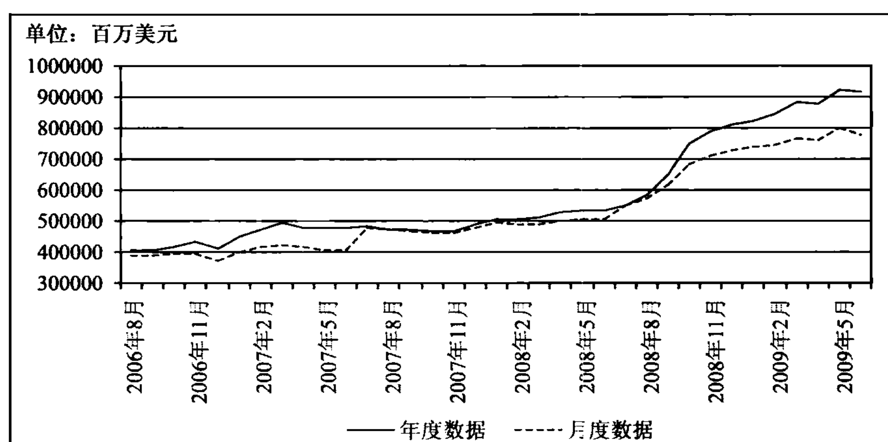


图5.6 中国的美国国债持有量

数据来源：美国财政部国际资本流动系统，作者计算

日本是美国国债第二大外国持有人，但月度数据和年度数据之间的差异对中国持有量的影响要远远超过对日本的影响。这种影响程度的差异表明，中国的外汇储备管理者刻意利用财政部数据系统的两大规定作为一种障眼法来掩盖购买行为，防止金融市场猜测中国的投资决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 5.9　美国国债的主要外国持有人(2010 年 8 月):期末持有量

单位:十亿美元

国家/地区	2010 年 8 月	2010 年 7 月	2010 年 6 月	2010 年 5 月	2010 年 4 月	2010 年 3 月	2010 年 2 月	2010 年 1 月	2009 年 12 月	2009 年 11 月	2009 年 10 月	2009 年 9 月	2009 年 8 月
1▶ 中国内地	868.4	846.7	843.7	867.7	900.2	895.2	877.5	889.0	894.8	929.0	938.3	938.3	936.5
日本	836.6	821.0	803.6	786.7	795.5	784.9	768.5	765.4	765.7	754.3	742.9	747.9	727.5
2▶ 英国	448.4	374.3	362.2	350.0	321.2	279.0	233.5	208.3	180.3	155.0	108.1	126.8	104.3
石油出口国	226.6	223.8	223.0	235.1	239.3	229.5	218.8	218.4	207.4	208.3	209.0	205.9	209.8
巴西	165.0	162.2	158.4	161.4	164.3	164.4	107.8	169.1	169.3	165.8	164.9	153.6	146.0
加勒比银行业中心	159.1	150.7	165.2	165.5	153.4	148.4	144.6	143.8	128.5	123.5	114.4	116.9	125.3
中国香港	137.8	135.2	141.0	145.7	151.8	150.9	152.4	146.6	148.7	142.1	137.8	128.0	120.5

数据来源:美国财政部国际资本流动系统

1. 数据中最重要的信息就是中国的美国国债持有量。如表 5.9 所示,截至 2010 年 8 月,中国约持有 8684 亿美元的美国国债,较 7 月份持有量增加了 217 亿美元。

但从数据来看,中国不是每个月都大幅增持美国国债。有些月份中国的购买量非常小,而中国的外汇储备却在强劲增长。有些月份,中国甚至还会净抛售美国国债。这就给人造成一种假象,即中国已对美国国债丧失兴趣,甚至可能已经在减持。实际上,这种观点是因为不了解实际情况造成的。正常情况下,导致中国的美国国债持有量下降的因素恰恰是美国财政部数据系统的两大规定,而不是什么“共产主义阴谋论”。

2. 要想从月度数据中挖掘更多的信息,一个可行的方法就是始终牢记以往年度调查的修正方式。在以往调查中,大量交易都算在了英国的头上,少部分算在了加勒比海等其他金融中心的头上。修正后,这些国家的总持有量会下降,中国的总持有量相应增加。以 2009 年的年度调查为例,英国持有量被向下修正了 1240 亿美元,加勒比海银行中心的持有量被向下修正了 560 亿美元,中国的总持有量增加了 1390 亿美元。这种算法也许不够精确,但始终关注月度数据中英国、加勒比海及其他地区的购买量,也许可以帮助我们大概了解中国是否又在通过其他渠道购买美国国债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.10 外国投资者持有的美国债务总和(按类型和国家划分)

国家代码	截止月份	议价存款和短期证券					其他债务		
		外国官方机构和外资银行持有量	所有其他外国投资者持有量	其中:短期美国国债	其中:其他短期议价证券(不包括存款)	其中:议价存款	外国官方机构和外资银行持有量	所有其他外国投资者持有量	所有外币债务
41408	2010 年 8 月	16364	521	15705	1040	140	7115	467	无
41408	2010 年 7 月	6787	503	6145	1006	139	6678	94	无
41408	2010 年 6 月	4435	563	3999	872	127	5017	371	88
41408	2010 年 5 月	7342	381	6827	765	131	7812	446	无
41408	2010 年 4 月	42521	494	42221	664	130	7424	148	无
41408	2010 年 3 月	41111	245	40758	467	131	14066	79	73
41408	2010 年 2 月	42199	1052	41784	709	758	15561	118	无
41408	2010 年 1 月	58110	982	57632	706	754	16166	162	无
41408	2010 年年初	70142	998	69735	639	766	10089	99	72

注:41408 是中国的国家代码;表中统计为期末头寸,单位为百万美元。

数据来源:美国财政部国际资本流动系统

1. 表 5.10 中的数据也可以帮助我们了解中国在不同阶段对长短期债务的偏好。如果中国买进长期债务,说明中国对美国经济及美元前景信心十足;通常情况下中国主要买进的也正是长期债务。但在 2008 年年底,中国连续数月实现巨额贸易顺差,因此有大量外汇储备需要寻找投资目标,外管局就将短期美国国债持有量从 2008 年 8 月的不到 200 亿美元提高到 2009 年 5 月的超过 2100 亿美元。当时正值雷曼兄弟破产,美国金融系统正徘徊在危险边缘,中国的短期美国国债购买量激增说明,外管局对美国长期经济前景的信心已有所下降。如表 5.10 所示,随着美国经济走出危机,中国对短期美国国债的兴趣也在下降。2010 年 8 月,中国持有量降至 150 亿美元。

表 5.11 外国投资者对长期美国及外国证券的买卖情况(按证券类型划分)

国家代码	月份	长短期美国国债	美国政府机构债券	美国公司债券	美国公司股票	外国债券	外国股票
外国投资者从美国居民手中购买的总量							
41408	2010 年 8 月	20381	812	261	1360	175	945
41408	2010 年 7 月	9970	4536	419	1827	139	704
41408	2010 年 6 月	15541	8809	538	1985	426	678
41408	2010 年 5 月	17474	7381	293	2989	493	953
41408	2010 年 4 月	20750	4240	448	2288	534	1276
41408	2010 年 3 月	32394	2387	155	1861	1908	582

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

国家代码	月份	长短期美国国债	美国政府机构债券	美国公司债券	美国公司股票	外国债券	外国股票
外国投资者从美国居民手中购买的总量							
41408	2010 年 8 月	8257	4963	445	1458	256	891
41408	2010 年 7 月	9097	4516	369	1579	326	807
41408	2010 年 6 月	36764	3222	401	1498	356	722
41408	2010 年 5 月	14572	2612	317	1439	113	1164
41408	2010 年 4 月	17217	2408	332	1570	713	1122
41408	2010 年 3 月	13683	1990	289	1701	75	1100

注:41408 是中国的国家代码;单位为百万美元。

数据来源:美国财政部国际资本流动系统

如表 5.11 所示,数据将中国开展的长期美国证券交易按照短期国债、长期国债、机构债券、公司债券及股票来划分。中国的大部分投资都是美国国债(截至 2010 年 6 月约为 1.1 万亿美元),但外管局也持有大量的机构债务(3590 亿美元),同时也有少量资金投资于公司债券(110 亿美元)。

国债、机构债券及公司债券的风险程度有轻有重。美国国债是靠美国政府的信心和信用来担保,因此被视做零违约风险。机构是指政府赞助的企业,但财政部对这些机构的支持程度有别于对美国国债的支持程度。2008 年,房利美和房地美正处于次级债风暴的中心地带,这让外管局大感不安。数据显示,随着金融危机的深化,从 2008 年 7 月起,外管局连续 20 个月抛售机构债券。

市场影响

数据主要会对美国国债和机构债券市场产生影响。如有迹象表明,中国在大举买进,那么价格就会受到提振;反之则会构成拖累。数据也会影响市场对汇率的看法,中国大举买进,则表明外管局对美元这种储备货币仍然抱有信心。但由于数据会滞后一个半月发布,而且月度数据中有关中国的信息也不尽可靠,因此不会立刻引起交投反应,只能帮助投资者判断整体前景。虽然年度调查的准确度大大提高,但滞后了将近一年,因此毫无时效性可言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

就业市场



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城镇薪资

市场敏感度:低

指标含义:反映城镇居民人均薪资水平及变动状况的数据,按现价计算,单位为元,自年初累计的同比名义值。

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:通常会严重滞后

发布频率:国有及大型私营企业薪资数据按季发布,从2010年起,国家统计局开始公布小型私营企业年度薪资数据。

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

30年来,中国经济发展一直受惠于劳动力过剩,由于议价筹码一直掌握在雇主手中,中国的劳动力工资一直较低。据美国劳工统计局估计,2006年中国制造业工人每小时工资仅为美国工人的3%,即使是和墨西哥等竞争对手相比,每小时工资也只有墨西哥工人的25%。但是这种局面并非常态,而是特定原因的产物。具体分析,原因有三:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 中国经济正享受着人口红利的好处。20 世纪 60 和 70 年代的高出生率导致数百万新增劳动力在 80 和 90 年代进入就业市场。在改革开放初期，计划生育政策的实施导致出生率下降。三十多年后，进入就业市场的年轻劳动力数量逐年减少。再过十年，劳动力的规模就会开始减少。

● 改革开放初期，中国的人口结构仍以农村人口为主，而且农村薪资水平非常低，因此农民工源源不断地从农村流向工厂。根据 2010 年的人口普查，67400 万人口仍生活在农村，但这并不意味着这 67400 万人随时可以从事工厂的生产作业。那些受过教育、年富力强的劳动力早就捷足先登，有个笑话说，农村剩余人口的现状甚至可以用中国地铁上的一句标语来形容：“请将座位让给老、弱、病、残、孕”。

● 由于工人利益缺乏有效代表，同时中华全国总工会也缺乏组织集体诉求的能力，工人薪资涨幅一直受限。

随着劳动力年龄老化及农村剩余劳动力减少，中国就业市场正进入转型期。2009 年下半年劳动力短缺很快就影响到 2010 年上半年的工业生产。广东省中山市本田工厂的工人因工资过低举行罢工，最后以工人工资上涨 24% 宣告胜利；深圳富士康的“连环自杀跳楼”事件暴露的不仅仅是低工资的问题，也推动了公司管理层承诺加薪及改善工作条件。主要出口大省为了吸引劳动力也将最低工资上调 28% 甚至更高。结合中国人口结构的变化，很多分析人士认为这些现象并非彼此孤立，而是传递了中国就业市场进入新阶段的信号，即劳动力过剩时代的终结和薪资上升的开始。

编制方法

罪魁祸首：陈旧的薪资计算方法

薪资数据应该是最能反映就业市场变化的参照物。但很长一段时期内，计划经济时代遗留下来的数据采集体系只能完成整个就业市场很小一部分的薪资统计，这就意味着官方数据毫无参考价值。2009 年薪资数据失真就反映了陈旧数据采集系统的缺陷。2009 年，中国经济增速降至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 年来最低水平,企业大面积倒闭,特别在出口领域尤为严重。当年享受加薪的工人不多,更多工人带回家的只是一纸裁员通知。有的厂房人去楼空,景象凋敝凄凉。然而,国家统计局的统计数据依然"喜人"。数据显示,尽管经济增速放缓、企业大面积倒闭且失业率上升,但平均工资仍在上涨。官方数据显示,平均工资同比上涨超过 12%,剔除通货膨胀因素,实际工资上涨速度快于 2008 年。

对于大多数中国工人来说,官方数据显示的平均工资上涨 12% 与自身工资停滞不动形成的反差简直让人难以承受。互联网论坛及聊天室里充斥着网民愤怒的言论。薪资数据成了嘲讽官方统计的把柄。互联网上一个流传甚广的笑话揶揄道:"国家统计局给我涨了工资,却忘记通知我的老板。"

官方数据怎么会出现如此大的纰漏?根本问题在于现今的数据采集体系还是计划经济时代的产物。20 世纪 80 年代,国有部门基本上代表了国民经济的全部,国有和集体所有制企业员工人数高达 1 亿人,占了城镇劳动力的 99%。薪资数据采集是基于行政管理链条由国有企业向当地政府层层上报而完成,这在当时看来无可厚非。在 20 世纪 80 年代和 90 年代,薪资数据的确可以及时反映就业市场的变化,例如 80 年代中期实际工资上涨及 80 年代末期工资滑向负增长。转眼 30 年过去,如今国有和集体所有制企业从业人员只有 7000 万,仅占城镇总就业人口的 22%。作为 90 年代末企业所有制改革的幸存者,这些工人本身都是精英阶层的一部分,和私企从业人员相比,他们的收入起点更高、上涨速度更快。以少数幸运儿为基础建立的数据采集系统不仅采样不全,样本也不具备代表性。对于 2009 年的薪资数据,网上有人这样评论:"统计报告只反映了国企职工工资水平,如果国家统计局能匡算出国企职工的其他福利,例如公款吃喝,公费上厕所……那么平均工资涨幅还会更高。"

那么谁被排斥在老的数据采集系统之外?作为中国出口和建筑领域血汗脊梁的外出务工人员首当其冲。没有一种统计报表是针对外出务工人员的收入而设计,但无需调查也知道他们的收入处在中国就业市场的最底层。除了外出务工人员,被忽略的还有服务业非正式从业人员、自雇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员以及大量下岗或者退休后没有正式工作的再就业人员。中国社科院和密歇根大学(University of Michigan)的研究指出,这些从业人员总计占到城镇就业人口的46%,大部分人的收入比国企工人更低,加薪幅度更小。因此,老系统显然高估了城镇居民工资水平以及工资涨幅。

亡羊补牢:计算工资的新方法

国家统计局内部也广泛认同老体系的缺陷,2009年薪资数据引发公众不满,也促使国家统计局采取改进措施。2010年6月,国家统计局推出了新的数据采集体系,对国企及大型私企仍沿用老的季度调查方法,同时又新增了对小型私企的年度薪资调查。新体系在术语使用上有些含糊不清。例如老体系中被调查的企业被称做“非私营单位”,但其中也包括了大型上市公司以及外资私营企业,新体系中被调查的公司则被称做“私营单位”。但从本质上来说,“非私营单位”还是老体系中涵盖的国企和大型私企,“私营单位”是项新的调查,具体涉及小型私企。

此次非私营单位调查涉及城镇地区156万家公司,和11800万雇员,占城镇就业人口的37%。企业要上报工资总额及员工人数,数据由地方统计部门逐级上报给国家统计局,国家统计局审核后汇总编制。私营单位的薪资数据是通过抽样调查来采集。从业人员在100人及以上的单位采取全面调查;从业人员在20~99人的单位采取抽样调查,抽样比为10%;从业人员在19人及以下的单位不进行直接调查,但相关数据会通过经济普查等其他渠道获得。但由于经济普查每五年才开展一次,这就意味着这部分薪资数据不是特别可靠。2009年,调查覆盖了64万家私营公司,占全国私营公司总数量的16.1%。两类调查的计算方法一样,都是计算税前工资和现金等各项福利补贴的总和。平均工资的计算很简单,就是工资总额除以就业人数。

新体系显然优于老体系,但依旧不是尽善尽美。统计覆盖面不足的问题依然存在。27500万的外出务工人员和失地农民的收入依然没有反映在国家统计局的官方数据里;另外,调查范围扩大到小型私企固然提高了低收入人员覆盖面,但许多国企及私企的合同工工资都在账外支付,也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有收录在统计结果中。由于薪资数据长期漏计两大低收入人群的工资，因此官方数据所反映的工资水平及工资涨幅也少不了水分。最后，采集私营单位数据耗时耗力。数据每年才公布一次，根本无法及时跟踪当年的形势发展。国家统计局也在计划加大对私企薪资数据的统计频率、扩大覆盖面、并考察低收入人群的收入差距。

解读数据

非私营单位

表 6.1 各地区非私营单位城镇工人平均工资（2009 年） 单位：元

		2008 年	2009 年	增长率%
1▶	总计	29229	32736	12.0
	按地区分			
2▶	东部地区	34316	38002	10.7
	中部地区	24390	27478	12.7
	西部地区	25602	29120	13.7
	东北地区	25101	28383	13.1
	按成市分			
	北京	56328	58140	3.2
	天津	41748	44992	7.8
	河北	24756	28383	14.7
	上海	56565	63549	12.3
	[…]			
	江西	21000	24696	17.6
	[…]			
	四川	25038	28563	14.1
	河南	24816	27357	10.2
	[…]			

数据来源：国家统计局

1. 表 6.1 中最重要的信息是平均工资涨幅，这也是数据中最让统计学家坐立不安的部分。数据显示，2009 年城镇非私营单位工人平均工资同比上涨 12%，至 32736 元（约合 4841 美元）。受金融危机影响，即使是国企保护伞下的工人工资涨幅也在缩水，2009 年按名义值计算的工资涨幅不仅低于 2008 年的 17.2%，也低于过去十年 13.9% 的平均涨幅，但仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然远远超过小型私企工人工资的平均涨幅。

数据反映的是名义值，如果要换算到实际工资就必须剔除物价因素。如图6.1所示，在某些年份，物价因素的影响还是相当显著的。1994年名义工资上涨34.6%，但是当年的通货膨胀创下纪录水平，实际工资只涨了10.5%。也就是说，如果计入通货膨胀因素，2009年原本虚高的非私营单位平均工资显得更加抢眼。2008年通货膨胀率为5.9%，实际工资上涨11.3%。2009年物价有所回落，实际工资上涨12.7%。而在2009年，金融危机的噩梦还未结束，实际工资反而加速上涨，官方数据立刻成了争论焦点。

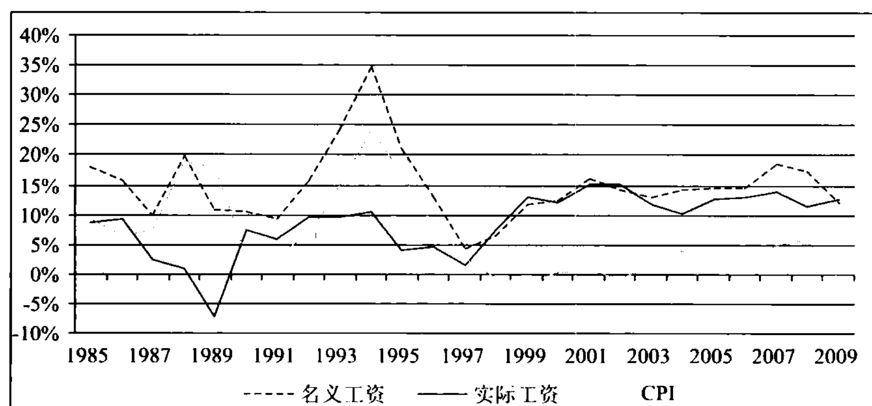


图6.1　实际和名义工资增幅对比（同比增速）

数据来源：国家统计局，作者计算

2. 套用一句乔治·奥威尔（George Orwell）的名言，按照地区和省份划分的明细数据清楚地表明，“某些工人比其他工人更平等”①。上海工人的人均年收入为63549元（约合美元9345元），居全国之首；江西工人的人均年收入仅有24649元（约合3631美元）。在四川、湖南等人口密集的中部省份，工人人均年收入接近全国平均水平，2009年为28000元（约合4117美元），略低于中值。

国家统计局也公布按行业划分的薪资数据。如表6.2所示，金融和IT从业人员收入最高；建筑和农业领域的工人收入最低。行业明细数据

① 乔治·奥威尔在一部反映苏俄集权时代的代表作小说《动物庄园》里有句名言：所有动物一律平等，但有些动物比其他动物更平等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以在一定程度上解释2009年薪资数据的偏差。政府推出的经济刺激方案导致公共部门从业人员工资上涨(教师年均工资上涨了16%),工资增速也被拉高。无论是从就业人数还是从出口竞争力来看,制造业都是最重要的行业,但从业人员平均工资仅增长了9.9%。不过这也合情合理,因为国外需求骤减对制造业的冲击最大。

表6.2 各行业非私营单位城镇工人平均工资 单位:元

	2008年	2009年	增长率%
总 计	29229	32736	12
(一)农、林、牧、渔业	12958	14911	15.1
(二)采矿业	34405	38224	11.1
(三)制造业	24192	26599	9.9
(四)电力、燃气及水的生产和供应业	39204	42668	8.8
(五)建筑业	21527	24625	14.4
(六)交通运输、仓储和邮政业	32796	36224	10.5
(七)信息传输、计算机服务和软件业	56642	59919	5.8
(八)批发和零售业	25538	29031	13.7
(九)住宿和餐饮业	19481	21193	8.8
(十)金融业	61841	70265	13.6
(十一)房地产业	30327	32591	7.5
(十二)租赁和商务服务业	31735	34318	8.1
(十三)科学研究、技术服务和地质勘查业	46003	50866	10.6
(十四)水利、环境和公共设施管理业	22182	24551	10.7
(十五)居民服务和其他服务业	23801	25704	8.0
(十六)教育	30185	35042	16.1
(十七)卫生、社会保障和社会福利业	32714	36380	11.2
(十八)文化、体育和娱乐业	34494	38319	11.1
(十九)公共管理和社会组织	32955	36268	10.1

数据来源:国家统计局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.3 非私营单位城镇工人平均工资(按所有制划分) 单位:元

	2008 年	2009 年	增长率%
全部单位	29229	32736	12.0
内资	29181	32846	12.6
国有	31005	35053	13.1
集体	18338	20958	14.3
股份合作	21705	25303	16.6
联营	27872	29879	7.2
有限责任公司	26376	28965	9.8
股份有限公司	35324	40075	13.4
其他内资	19668	21702	10.3
港澳台商投资	25335	27433	8.3
外商投资	32653	35555	8.9

数据来源:国家统计局

如表 6.3 所示,国家统计局也公布按所有制划分的城镇非私营单位薪资明细。数据再次证实,国有企业从业人员比其他从业人员享有更高的收入和更快的工资增速。2009 年国企职工平均工资上涨 13.1%,至 35053 元(约合 5154 美元)。

私营单位

表 6.4 各地区私营单位城镇工人年平均工资 单位:元

	2008 年	2009 年	增长率%
总 计	17071	18199	6.6
东部地区	18980	19840	4.5
中部地区	13843	15402	11.3
西部地区	14751	16234	10.1
东北地区	14933	16414	9.9

数据来源:国家统计局

国家统计局意识到数据覆盖面不足的问题后,开始采集和编制城镇私营单位薪资数据。如表 6.4 所示,新数据表明,和国企从业人员相比,私营单位职工的工资低,涨速慢。2009 年私营单位人均工资只有 18199 元(约合 2676 美元),仅为非私营单位人均工资的一半,6.6% 的年薪增幅也实在不值一提。

官方数据没有计入 27500 万外出务工人员的收入。但由于外出务工人员劳动技能较低,也缺乏劳动法保护,外出务工人员工资低于小型私营单位工人工资、收入更不稳定也不足为奇。中科院农业政策研究中心和斯坦福大学(Stanford)在 2009 年开展的大型调查发现,外出务工人员年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均工资仅有9000元(约合1323美元),不及私营单位年均收入的一半,也不到非私营单位年均收入的四分之一。调查指出,由于外出务工人员大部分集中在出口行业,2009年出口不振导致外出务工人员收入较2008年下降10%,说明外出务工人员的议价能力非常有限。

市场影响

薪资水平是衡量出口竞争力、国内消费前景和通胀压力的关键指标。扩大调查覆盖面以后,国家统计局在改善薪资数据方面迈出了重要一步。但是官方数据覆盖面仍然有限,数据发布频率也低,因此不会对市场产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失业率

市场敏感度:低

指标含义:城镇登记失业人数和失业率的季度报告。

中文链接:www. mohrss. gov. cn/

英文链接:无

发布时间:不定期

发布频率:按季

数据来源:中国人力资源和社会保障部

是否修正:无

为什么重要

失业率是衡量一国经济运行的重要——也可能是最重要的——一项指标。在美国,投资者和决策者最关注的数据就是每月第一个星期五发布的就业报告。遗憾的是,中国官方失业数据无法帮助投资者判断未来的经济和通胀前景。尽管失业率非常重要(或许也恰恰正是因为重要),但失业数据却是中国经济数据中最薄弱的环节。以往的两段小插曲从侧面反映了失业数据的严重不足。

20 世纪 90 年末,中国经济经历了国有企业改革的阵痛转型。政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保留了掌控国民经济命脉的大型国企。但经历了数年的国有企业改制后,上万家小型国企破产倒闭,数千万国企职工被遣散下岗。大量闲散失业人员涌向社会,失业率显然已经大幅攀升。但是官方数据显示,失业人口只有 800 万,失业率仅为 4%。为什么数据偏小?许多人士认为,答案就在于官方对失业人口的界定模糊不清。数百万失业人口被划归为临时工、内退和长期停薪留职三大类别。

大约 10 年之后,2008 年年底和 2009 年上半年,全球经济危机导致国际市场需求急转直下,东部沿海地区的多家工厂纷纷倒闭。这次危机横扫的对象不是国企职工,而是处于社会底层的广大打工族。媒体满是关于企业主潜逃国外、工厂关门、拖欠工人工资的报道。中国科学院农业政策研究中心和美国斯坦福大学进行的联合调查表明,2008 年年底,约有 4500 万外出务工人员失业,约占中国 27500 万外出务工人员和农民工的 17%。官方数据显示,2009 年第一季度失业率仅为 4.3%,与经济高歌猛进的 2006 和 2007 年间 4% 的失业率相差无几。

这一次,问题不是因为界定不明。根源在于官方失业率调查只覆盖了就业人口的一半。失业数据是以基层人力资源社会保障部门上报的社会失业保险申领人数为基础统计的。只有城镇户口居民才有资格申请失业保险,因此只有这部分人被计入了官方失业数据。2009 年中国有 31100 万城镇人口,而中国就业人口却有 79000 万,这就意味着官方失业率只覆盖了不到 50%,严重忽略了 27500 万外出务工大军。当然,统计这部分人群失业率的确困难,但是将这部分数据完全刨除出去也使官方失业数据意义不大。

解读数据

解读官方失业数据一定要记住一点,即数据存在严重误差。根据中国人力资源和社会保障部统计数据,无论是亚洲金融危机、国有企业改制、互联网泡沫破裂,还是入世之后的繁荣,甚至是 2008 年至 2009 年的金融危机,中国的官方失业率始终徘徊在 3.1% 至 4.2% 之间。经济形势如此动荡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多变，失业率却如此之低，这让人无论如何也难以接受。当然，即使是采取更直接或更全面的方法调查失业率，所得出的失业率也不见得会比官方数据高很多。因为外出务工人员虽然是被官方数据忽略，但他们没有太多选择的权利，只有不断劳作。所以在正常情况下，这部分人群的失业率一直很低。但是失业率不应该是一潭死水，而是理所当然地应该呈现出高低起伏，经济景气时失业率较低，经济泡沫破裂时失业率也应相应攀升。

政府在2000年和2005年进行的小型普查证实了我们的上述评估。这两次普查没有使用地方人力资源社会保障部门上报的数据，而采用直接调查的方法，从而避免了覆盖面不全的问题。2000年普查结果显示，城镇失业率上升至8.1%，尽管不像胡鞍钢教授估算的20%那么高，但和4%的官方统计结果相比也高出了一倍多。8%的失业率当然不是什么好消息，但是国企改制的阵痛也带来了长远好处。入世后，经济增速大幅攀升，同时国企改制也创造了大量的就业机会，闲散劳动力和数百万新增就业人口也有了安置。2005年的普查显示，失业率又重新回落到5.2%，尽管略高于官方统计数据，但还在可控的范围内。中国科学院农业政策研究中心的调查显示，金融危机期间，外出务工人员的失业率在2008年年底达到了17%，到2009年第三季度这些失业人员几乎都已实现再就业，失业率又回落至4.9%。尽管官方失业数据总是波澜不惊，但实际失业率却跌宕起伏。

可否另辟蹊径

官方数据严重不足，而失业率又是考察国民经济运行的重要指标，那么我们可否另辟蹊径？下一节将讨论的“公共就业服务机构市场供求状况”是我们可以获得的关于中国就业市场的最佳数据，它涵盖了通过公共就业服务机构寻找工作的就业人员数量。数据比官方失业率更能反映中国就业市场的真实变化，也更加可信。供求分析数据显示，21世纪之初失业率有所上升，2005年前后经济繁荣时失业率回落，2009年受金融危机影响，求职人员数量增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官方和汇丰中国 PMI 调查都会要求受访经理人将企业本月的就业状况与上月进行比较。和官方失业率相比，PMI 就业指数对就业市场的变化更加敏感。如图 6.2 所示，官方 PMI 就业指数显示，2005—2007 年间经济一派繁荣，企业招聘数量上升；2008 年下半年危机来袭，企业开始迅速裁员。到 2009 年上半年，经济刺激措施出台后，企业又开始招兵买马。汇丰中国 PMI 就业指数反映的趋势大体相同。官方就业数据根本没有反映出危机前后失业率的变化，相比之下，就业指数要可靠得多。

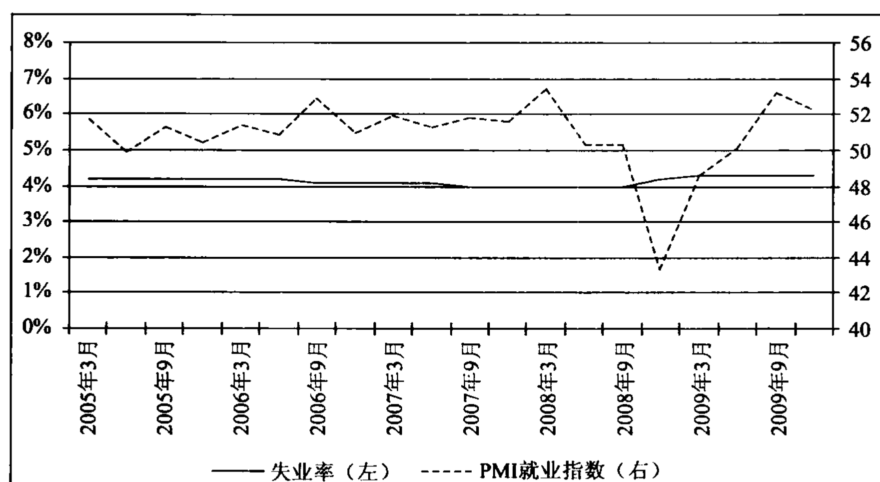


图 6.2　失业率和 PMI 就业指数对比

注：PMI 就业指数超过 50 说明就业上升，低于 50 说明就业下降。

数据来源：人力资源和社会保障部，中国物流与采购联合会，作者计算

外出务工人员的数据更是残缺不全。有的务工人员会通过当地劳动就业部门找工作，于是就被计入公共就业服务部门的数据里。但这根本不能反映外出务工人员的整体就业状况。学术机构和研究机构也会开展就业调查（像中国科学院农业政策研究中心和美国斯坦福大学的联合调查），媒体有时也会报道统计结果，网上也可以找到相关数据。外出务工人员每年都会搭乘火车返乡过年，国家统计局偶尔也会利用这个机会进行失业调查。关于企业倒闭或劳动力短缺的报道也是很好的参考信息。但目前还没有可靠的定期官方数据或私营部门数据可以用来作为了解就业市场的依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

失业率是考察国民经济健康状况、国内消费前景及通货膨胀压力的重要指标。在美国，失业率可能是金融市场最重要的一项参考指标。但在中国，官方失业数据不仅发布频率低，而且覆盖面有限，因此不会对股市、大宗商品市场及汇市产生重大影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公共就业服务机构市场供求状况

市场敏感度:中

指标含义:城镇就业市场季度供求报告,公布需求人数、求职人数及岗位空缺与求职人数的比率。

中文链接:www. chinajob. gov. cn

英文链接:无

发布时间:每季度第一月月底前后

发布频率:按季

数据来源:中国人力资源和社会保障部

是否修正:无

为什么重要

就业数据简直就是中国经济数据的重灾区。就业人口高达 79000 万,有关部门在统计失业和薪资数据时却只采集 31100 万城镇职工的数据。数据发布频率过低,而且无法反映就业市场全貌:半数以上的就业人口(包括 27500 万外出务工人员和农民工)都不在统计范围之内。而且,就算是官方数据中包含的城镇人口就业数据,翔实度也严重不足。除了整体失业率、平均工资和工资涨幅之外,官方数据很难为我们把握中国就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业市场动态提供有见解的分析。

中国人力资源和社会保障部公布的公共就业服务机构市场供求状况分析报告算是一个亮点,但它也没能照亮每一个角落。但岗位空缺与求职人数比率(如图 6.3 所示)仍然可以帮助我们了解就业市场的供求变化。数据还统计了求职者年龄、受教育程度及求职动机,这让干巴巴的数据多了点血肉,而且数据也涵盖了小部分外出务工人员的就业状况。

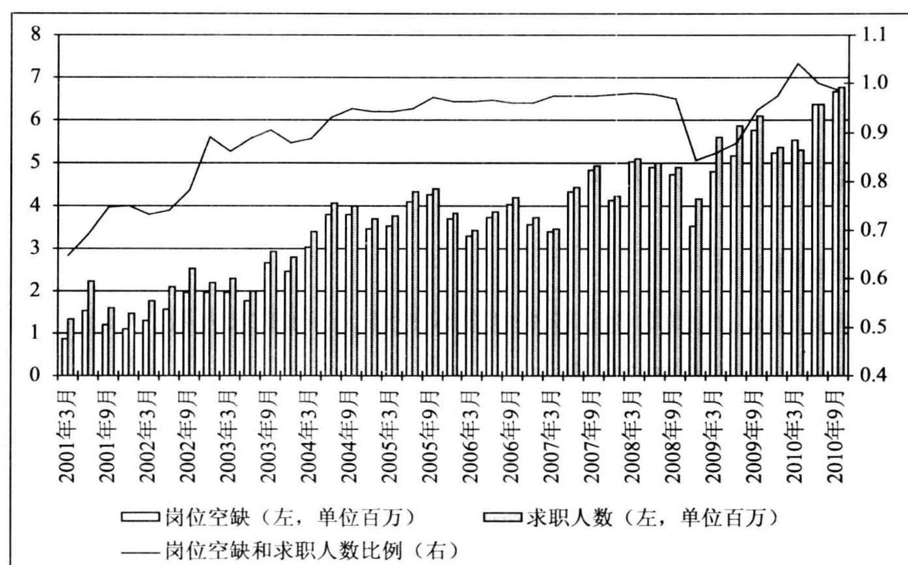


图 6.3　就业市场状况:岗位空缺和求职人数比例

数据来源:人力资源和社会保障部

编制方法

调查开始于 2001 年,当时覆盖了全国 59 个城市的 10700 万人口。10 年之后,调查范围扩大到 100 个城市的 17000 万,约占城镇人口的 25%。原始数据来自地方劳动部门登记的求职者和用工单位信息。与薪资和失业数据不同,就业市场供求数据中城镇就业人员的比例要低一些。外出务工人员和农民工虽然无法领取失业保险,但是他们也会去地方劳动部门登记求职,因此也在统计范畴内。由于调查范围有所扩大,我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对比不同时期的数据时要格外留意。求职人数或岗位空缺的增加,抑或二者比率的变化,很可能是因为被调查城镇的数量增加、而不是实际供求关系变化所致。

解读数据

表 6.5 岗位空缺与求职人数比例(2010 年 1—3 月)

1 ▼

	需求人数(人)	求职人数(人)	岗位空缺与求职人数的比例	与上季度相比变化	与去年同期相比变化
本周有效数	5519321	5299216	1.04	0.07	0.18

数据来源:人力资源和社会保障部

1. 数据的亮点在于提供了岗位空缺与求职人数的比率。比率小于 1 意味着求职者数量多于岗位空缺,就业市场供给过剩,薪资上涨受限。比率大于 1 意味着岗位空缺多于求职者数量,就业市场需求过剩,薪资上涨压力大。如表 6.5 所示,2010 年第一季度岗位空缺与求职人数的比率 10 年来首次大于 1,很多分析家大做文章,认为这是中国劳动力过剩开始枯竭的佐证,并称薪资水平和通货膨胀也会相应上升。

表 6.6 各地区需求人数和求职人数(2010 年 1—3 月)

区域	需求人数				求职人数			
	环比变化(人数)	环比变化(百分比)	同比变化(人数)	同比变化(百分比)	环比变化(人数)	环比变化(百分比)	同比变化(人数)	同比变化(百分比)
1 ▶ 东部	652858	27.10%	1073513	52.60%	417494	17.20%	528128	22.20%
其中:环渤海	29280	38.60%	242302	29.10%	236543	28.70%	80949	8.30%
长三角	117878	13.30%	369193	57.90%	71199	7.60%	268522	36.40%
珠三角	10853	21.90%	11755	12.10%	-6439	-16.30%	-34830	-25.80%
闽东南	201342	30.20%	422791	94.80%	94331	16.10%	198127	41%
中部	204594	17.10%	177659	14.80%	95693	7.30%	-94918	-6.50%
西部	86134	10.60%	138841	20.10%	25556	3.00%	-56341	-6.60%
合计	943586	21.40%	1390013	35.40%	538743	11.70%	376869	8%

数据来源:人力资源和社会保障部

1. 人力资源和社会保障部同时也发布了按地区划分的明细数据。不难看出,中国经济的重头戏在东部沿海地区,统计数据还将该地区进一步划分为:环渤海、长三角、珠三角和闽东南。东部沿海支撑起了中国出口经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济的半边天。如果劳动力供给超过需求,那么劳动力工资就会下降,中国产品在全球市场上的竞争力就会增强。如果劳动力需求超过供给,劳动力工资就会上涨,中国可能就会败给越南等劳动力成本更低的竞争对手,出口商也可能为削减成本而将生产线转移到内陆省份。如表6.6所示,数据显示,2010年第一季度长三角和珠三角劳动力需求增速超过供给增速。这种转变从侧面证实了关于劳资纠纷及薪资大幅上调的大量媒体报道。

表6.7　各类求职人员(2010年1—3月)

求职人员类别	求职人数(人)	所占比重(%)	与上季度相比求职变化(百分点)	与去年同期相比求职变化(百分点)
新成长失业青年	1268690	23.9	1.1	2.4
其中:应届高校毕业生	565589	44.6	4.8	3.5
1▶ 就业转失业人员	859173	16.2	-0.4	
其他失业人员	684470	12.9	-0.4	1.3
在业人员	245880	4.6	-0.7	0.4
下岗职工	216611	4.1	0.6	0.8
退休人员	29526	0.6		0.1
在学人员	136294	2.6	-0.5	0.1
2▶ 本市农村人员	939007	17.7	2.7	-0.7
外埠人员	919565	17.4	-2.4	-4.4
合计	5299216	100.0		

数据来源:人力资源和社会保障部

1. 按照求职人员类别划分的明细数据也很能说明问题。如果失业及下岗人员增多导致求职人员数量大增,那就是个危险信号。但如果因为在职人员变动工作而导致求职人员数量上升,则不足为虑。如表6.7所示,数据显示,2010年第一季度,新成长失业青年、特别是应届高校毕业生人数大增是求职者数量猛增的主要原因。

2. 表6.7有助于我们简单了解外出务工人员的就业状况。表中的"本市农村人员"和"外埠人员"并不都指外出务工人员,尽管这些人群有很多共同之处。他们在就业人口中比重很大,但我们对他们的了解却非常有限,这部分人群的求职人员数量变化可以帮助我们掌握一些信息。比如,2008年到2010年数据显示,2009年第一季度出口行业遭遇重创,当地农村和外埠求职人员数量也随之大增,第二、三季度求职人员数量一直保持高位,到年底出口恢复元气求职人数才开始下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.8 按年龄段划分的岗位需求和求职人员(2010 年 1—3 月)

年龄	16～24 岁	25～34 岁	35～44 岁	45 岁以上	无要求	合计
需求人数(人)	1855114	1807235	860540	238355	758077	5519321
需求比重(%)	33.6	32.7	15.6	4.3	13.7	100
与上季度相比需求变化(百分点)	1	0.8	-1.4	-1.1	0.7	
与去年同期相比需求变化(百分点)	3.2	0.9	-0.9	-1.7	-1.6	
求职人数(人)	2139904	1783251	943025	433036		5299216
求职比重(%)	40.4	33.7	17.8	8.2		100
与上季度相比求职变化(百分点)	-0.6	0.7	-0.2	0.2		
与去年同期相比求职变化(百分点)	2.4	-0.3	-2.5	0.5		
岗位空缺与求职人数的比率	1.01	1.16	1.06	0.69		
与上季度相比供求变化	0.11	0.09	0.01	-0.1		
与去年同期相比供求变化	0.19	0.23	0.23	-0.11		

数据来源:人力资源和社会保障部

1. 青年人失业绝不是什么好消息。闲散青年聚众滋事的例子屡见不鲜。金融危机爆发后,政府最担心的就是年轻大学生的就业难题。媒体也大量报道了大学毕业生的曲折求职经历。2008 年 11 月,广州 15000 名大学毕业生为了将简历提交给中国人寿保险公司而甘愿排队 3 个小时。值得庆幸的是,噩梦没有成为现实,中国经济车轮正常运转,就业问题没有恶化。但有了历史的前车之鉴,中国政府一直很重视青年就业问题。如表 6.8 所示,数据中也包括了按求职者年龄划分的明细资料。2010 年第一季度,16～24 岁年龄组的求职者有 2139904 人,同比增加 2.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

数据发布频率过低,而且覆盖面有限,因此不会对日常交投产生重大影响。但就业市场供求数据是决定薪资水平的关键因素,而薪资水平又是决定居民需求、出口竞争力和通货膨胀压力的关键因素。中国就业市场正在经历结构性转变,人力资源和社会保障部发布的数据可以作为判断就业市场从供应过剩转向需求过剩的晴雨表,因此值得密切关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

物价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费物价指数(CPI)

市场敏感度:高

指标含义:消费价格变动指数

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:每月 11 日[①]上午 10:00 左右发布上月数据;3 月、6 月、9 月及 12 月数据会延迟发布,与 GDP 数据同时公布。

发布频率:按月

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

1989 年,物价同比增长 18%。根据官方统计,1989 年城镇职工工资仅增长 10.8%。一方面,柴米油盐突飞猛涨,另一方面,工资涨幅又跟不上物价形势,中国居民明显感觉实际收入锐减。以前尚能维持过日子的薪水,如今一下子拮据起来,结果使社会矛盾激化。

① 根据国家统计局最新发布日程,CPI 数据已调整至每月 9 日发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1989 年夏天社会矛盾激化与物价上涨压力相互影响造成的危机给中国政府上了重要的一课。此后还有三次通货膨胀屡创新高。1993 年至 1996 年,通货膨胀率高达两位数。1994 年年底达 27%。2004 年 CPI 升幅超过 5%,逼迫中国央行十多年来首次加息。2008 年的猪流感引发了货币供应量增大,从而推动了物价上涨,CPI 升幅超过 8%。国家主席胡锦涛亲自视察北京的农贸市场,向小贩和居民嘘寒问暖,表达政府对物价上涨的关切。阿根廷、巴西及部分东欧国家也曾出现过恶性通货膨胀,当时居民存款严重缩水一度导致政府倒台。相比之下,1989 年以后中国国民对通货膨胀的反应温和多了。

考虑到中国经济的发展模式易于滋生通胀问题,政府控制通胀的能力就更加让人钦佩。尽管中国的汇率制度对出口商有利,但人民币币值低估、汇率管控以及大量的经常项目盈余等因素共同导致货币供应量迅速增加,从而带来通胀危险。那么,为什么中国没有出现恶性通货膨胀?一个解释是中国央行在控制货币投放方面成绩斐然。每周央行都会发行央票,通过支付给其他商业银行少量的息率来回笼流动性,防止实体经济流动性泛滥。如果这招还不管用,央行就会上调存款准备金率,这也有助于回笼流动性,防止货币供应过量增加给实体经济造成物价压力。还有一个解释,即局部通货膨胀较为严重。十年来,土地、房地产和股市都开始出现泡沫。一旦政府开始担心地产和股市疯涨,投机资金就开始寻找更新奇的投资对象:艺术品、古董甚至大蒜都成了近年来投机人士狂热追捧的目标。但其实还有另一个解释,即货币增发所引发的通胀压力还没有完全显现,预计未来几年的通胀风险不会像前几年那么温和。

编制方法

编制 CPI 数据是一项繁琐的全国性工作,调查样本覆盖了有代表性的居民消费品,统计小组需要奔赴街头巷尾进行调查。调查涉及全国 500 个城镇的 5000 个采样点。调查频率取决于商品类型。有些产品价格波动很大,需要每周甚至每天登记调查。对于某些价格变化更大的特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

殊产品,价格检查实际上是一门艺术。以蔬菜为例,早上蔬菜还很新鲜,顾客也竞相购买,价格就高一些。到了傍晚,小贩也急着关张,剩下的菜既不新鲜卖相也不大好,价格自然会低很多。调查小组必须确保在同一时间冲入市场进行价格统计,这样数据才有可比性。地方统计部门在每月27日将数据采集结果上报省级统计部门。省级统计部门在下月6日向国家统计局上报统计结果,国家统计局汇编之后会在第二周公布数据。

CPI大概统计八种商品价格:食品、居住、交通和通信、娱乐、教育、文化用品、烟酒、医疗保健、服装、家庭设备用品及维修服务和其他商品。其中食品和居住是最主要的构成指标,权重占到近50%。统计局根据130000户家庭的调查结果来决定各类商品的权重比例。占消费支出比例愈大的项目在CPI中的权重也就愈大。国家统计局每年会根据消费模式的变化微调各项权重,每五年重新调整CPI篮子。最近一次权重调整是在2011年年初,主要变化是增加了居住权重并减少了食品权重。

与其他发达国家及部分发展中国家不同,中国不公布CPI统计权重。国家统计局2011年公布第一次使用新权重编制的CPI数据时,附加了一份让人费解的公告。公告只给出了新老权重变化值而没给出新权重的绝对值。公众对国家统计局的CPI数据一直将信将疑,外界普遍认为官方数据低估了实际通货膨胀水平。国家统计局一直死守CPI权重不愿公布,仿佛他们守护的是原子弹仓库地址,这也妨碍了公众信心的建立。如表7.1所示,即使没有官方数据,我们在一定程度上也可能估算出CPI各项权重。

表7.1 CPI篮子的构成和权重(估值)

年份	食品	烟酒	服装	家庭设备用品	医疗	交通和通信	娱乐、教育、文化	居住
2010	32.79%	3.68%	8.95%	6.54%	9.81%	10.94%	12.61%	14.69%
2011	30.58%	3.17%	8.46%	6.18%	9.45%	10.89%	12.36%	18.91%
变化	-2.21%	-0.51%	-0.49%	-0.36%	-0.36%	-0.05%	-0.25%	4.22%

数据来源:国家统计局,凯投宏观(Capital Economics)

CPI的构成和编制一直争议不断,争论的焦点主要集中在居住权重上。2010年4月,全国70个大中城市房价指数同比增长12.8%,尽管创

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出历史新高，但外界仍然普遍认为数据低估了实际房价涨幅。如图 7.1 所示，当月 CPI 同比上涨 2.8%，居住指数上涨 4.5%。为什么房价指数和 CPI 居住分类指数的涨幅会出现如此巨大的差异？

- CPI 篮子里的居住价格权重较低。平均看来，OECD 成员国的居住价格约占 CPI 篮子的 25%；而在中国，即使上调之后居住价格的权重也只达到约 19% 而已。在 OECD 成员国中，租房和买房成本会占到居住总成本的 60%，而根据社科院的测算结果，这两项指标在中国只占居住总成本的三分之一。

- 计算居住成本的方式也存在问题。国家统计局是通过抵押贷款利率来计算购房成本。抵押贷款利率的变化非常小，而房价的上涨速度非常快，所以这种计算方法无法反映房价的真实涨幅。

- 居住项中比例最大的是公共事业费。政府把水、电及燃气价格控制在低价位上，从而导致 CPI 数值偏低。

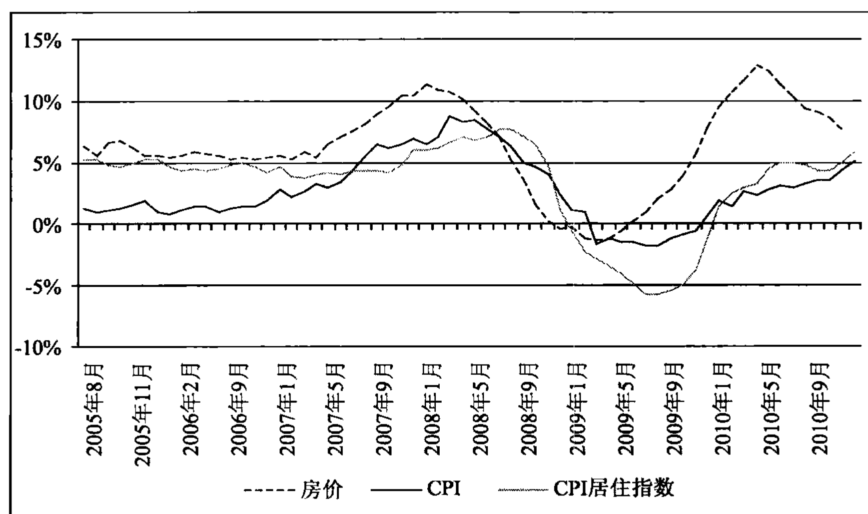


图 7.1 房价和 CPI 及 CPI 居住指数对比（同比增幅）

数据来源：国家统计局，作者计算

技术层面的背后也有更深层次的原因。住房不仅仅是个住所（消费品），它同时也是一项投资（资本品）。那么，CPI 应不应该反映资本品的价格变化？如果上海及北京豪华公寓价格上涨导致 CPI 高企，这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CPI能否反映那些身处湖南的农民的生活真相？中国央行认为这个问题值得商榷。《财经》杂志曾刊载过一篇文章，央行货币政策司司长张晓慧在文中指出，在计算通货膨胀时应更多地考虑资本品的价格变化，包括房地产和股市。当然这种构想不会立刻付诸实施。与此同时，如果将CPI和PPI以及上证综合指数结合起来看，我们可以对中国的通胀压力有个更全面的把握。

解读数据

表7.2 各类商品CPI(2010年1月)

	指标	上年同月=100			上年同期=100		
		全国	城镇	农村	全国	城镇	农村
1▶	居民消费价格指数	101.5	101.4	101.8	101.5	101.4	101.8
2▶	1. 食品	103.7	103.7	103.8	103.7	103.7	103.8
	粮食	109.8	109.6	110.1	109.8	109.6	110.1
3▶	肉禽及其制品	96.5	96.6	96.2	96.5	96.6	96.2
	[...]						
	2. 烟酒及用品	101.5	101.7	101.3	101.5	101.7	101.3
5▶	3. 衣着	99.6	99.8	99.1	99.6	99.8	99.1
	4. 家庭设备用品及服务	98.9	98.7	99.4	98.9	98.7	99.4
	5. 医疗保健及个人用品	102.3	102.2	102.6	102.3	102.2	102.6
	6. 交通和通信	99.5	99.3	99.9	99.5	99.3	99.9
	7. 娱乐教育文化用品及服务	98.8	98.0	100.3	98.8	98	100.3
4▶	8. 居住	102.5	102.7	102.1	102.5	102.7	102.1

数据来源：国家统计局

1. 数据中最重要的信息就是CPI整体升幅，它是我们评估中国经济整体通胀压力的最佳手段。如表7.2所示，2010年1月CPI同比上升1.5%。这1.5%意味着什么？美国货币政策当局往往把美国的通胀率目标设定在1.5%～2%；欧洲央行(European Central Bank)则把通胀率目标设定在2%以下。中国的做法略有不同，中国央行没有正式的通胀目标。但温家宝总理会在每年3月的全国人大会议上宣读政府工作报告，报告中一般都会提到全年通胀目标。这个目标常常是4%，但2010年，政府要加强对通货膨胀的控制，当年的通胀目标设在了3%。中国政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够容忍的通胀率略高于许多西方国家可以接受的水平，一方面反映了中国经济高增长时期的需要，另一方面也是转型时期上行通胀压力的表现，因为随着水、电及燃气等价格管控商品逐步市场化，价格必然更高，波动幅度必然更大。一旦CPI月度升幅超过政府设定的全年目标，市场就会据此认为央行可能要收紧货币政策。2010年1月1.5%的CPI升幅尚在年度目标之内，也低于2009年12月的1.9%，市场似乎可以安心，通货膨胀不会飙升到失控的地步。CPI同比升幅固然重要，但一年之内中国经济可以发生很多变化，因此市场也希望了解当前的CPI走势。2009年，国家统计局开始在数据附文中公布CPI环比数据，不过数据表中暂时还没有加入这部分信息。

2. 在CPI篮子里比重最大的是食品。这很容易理解，大部分中国家庭都不富裕，食品支出在收入中占的比重较高。如图7.2所示，食品价格的波动幅度也最大。口蹄疫、河南麦田大旱、山东菜地遭暴风雪袭击都会传导到CPI中。问题是CPI波动所反映的，究竟是暂时的天气因素影响，还是整体通胀压力加剧的信号。

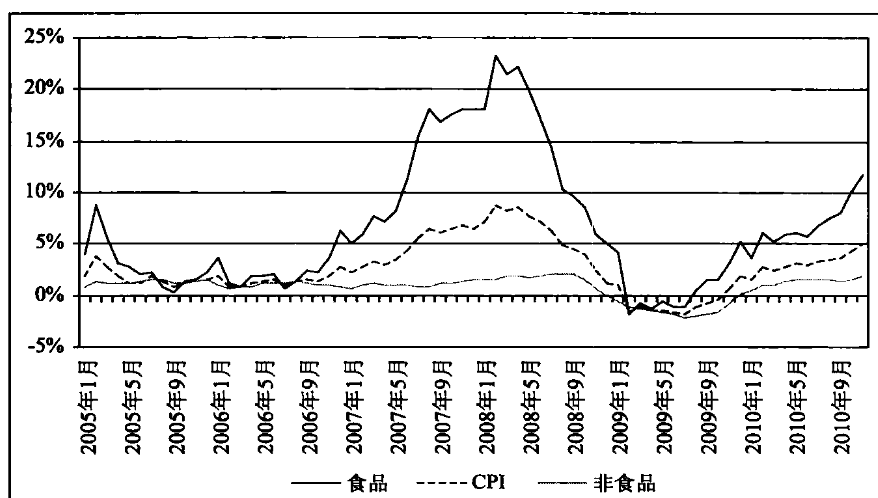


图7.2 CPI与食品CPI、非食品CPI对比(同比增幅)

数据来源：国家统计局

中国政府喜欢将食品价格波动归因于天气、疫情及其他短期因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但长期因素也会产生一定的影响。食品生产是劳动密集型作业,因此劳动力成本上升会导致食品价格上涨。在发展中国家,收入增加会引发饮食结构的改变:收入更高的工人会花更多钱去买肉类食品。这样,农业生产就会供应不足。粮食不会从天而降,而是需要撒种、耕种再收获。如果需求上涨,供应需要很长时间才能跟上。这和消费品市场相反,消费品市场的特点是产能过剩,生产供应可以很快跟上需求的节奏。这也就意味着,如果中国经济出现通胀,那就一定会先出现在食品领域。很多中国分析家认为,中国之所以会出现通货膨胀,是因为居民收入上升、猪肉产量短缺。

3. 食品类中肉类和禽类是最重要的两类商品。猪肉是最受中国人欢迎的肉类食品。猪肉价格的波动会对 CPI 造成显著影响,所以有评论家戏称 CPI 是“猪肉指数”。中国的猪肉养殖方式决定了猪肉价格一定会出现跌宕起伏。很多猪是在农家后院饲养,这种养殖方式对价格变动非常敏感。如果肉价下跌,养猪农户就会放缓养殖节奏。这就意味着今天猪肉价格偏低会导致 6 个月后猪肉供应不足。猪肉供应不足会推高猪肉价格,养猪农户会加快养殖速度,这又导致几个月后猪肉过剩,猪肉价格再次走低。投资者可以根据商务部、发改委以及农业部发布的每日和每周价格数据,来防范猪肉及其他农产品的价格波动。国家统计局每 10 天会公布 29 种食品的平均零售价格。商务部数据在预测 CPI 趋势方面精准度最高。

4. 在 CPI 中权重居第二位的是居住成本。居住成本的变化会比 70 个大中城市房价指数的变化滞后几个月,这种变化也相对稳定。正如上文所述,这和居住成本的构成方式有很大关系。但它也反映了中国住房市场的结构性特点:房源过剩导致租金下滑。

5. CPI 篮子中的有些商品价格一直在持续下降,这是劳动生产率提高、产能过剩及价格管控的结果。十年来衣着成本连续下降。医疗保健、家庭设备用品、交通和通信产品的价格涨幅一直落后于 CPI 整体升幅,这也压低了 CPI 整体升幅。但随着投入成本的上升、价格市场化的推进及相关税率的上调,这些商品也会给 CPI 带来上行压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

股市：CPI 对股市的影响矛盾而复杂。CPI 升幅越高、波动越大，政府被迫采取经济政策急刹车的可能性就越大，经济增长前景和股市估值都会受到影响。中国央行通常会选择在周五加息，有时一个加息传言会连续几周干扰市场，上证综合指数一天之内可以下跌好几个百分点；如果央行没有加息，指数顶多也就在下周一收复部分失地而已。但是 CPI 高企也可能会对股市构成利好。如果 CPI 高企导致实际存款利率滑向负值，大量资金就会涌向股市来规避通胀风险。

大宗商品市场：中国通货膨胀对于全球大宗商品价格来说是个坏消息。如果物价失控，中国政府就会被迫踩下货币政策急刹车。这会推高投资成本并打压中国对大宗商品的需求。

外汇市场：汇率变化会从两个方面影响通货膨胀。第一，人民币升值会增加出口成本，外部需求会下降，从而起到防止经济过热的功效。第二，人民币升值可以降低进口成本，进而减轻原油、铁矿石及其他进口大宗商品对中国经济的通胀影响。通胀并不是影响中国汇率政策的决定性因素。但 CPI 高企会增加中国加快人民币升值的可能性。2005 到 2008 年间，人民币持续升值，2008 年上半年升值速度最快，当时通胀率达到了 8%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

城镇居民收入信心指数和物价满意指数

市场敏感度:低

指标含义:关于城镇居民对当前物价的感受、通胀预期及消费和储蓄意愿的调查;指数数值在 0 ~ 100 之间,50 为划分乐观和悲观的临界。

中文链接:www. pbc. gov. cn/

英文链接:www. pbc. gov. cn/publish/english/963/index. html

发布时间:每季度末

发布频率:按季

数据来源:中国央行

是否修正:无

为什么重要

城镇居民是怎样看待物价的?这个问题很重要。如果居民认为物价要涨,就会有加薪需求。口袋里的钱多了,物价就会被抬高,通胀预期就会变为事实。如图 7.3 所示,在中国,通胀预期和通胀之间的联动关系已经开始显现。随着工人在就业市场议价能力的提高,二者之间的联动会更加密切。当然也有其他方法来了解居民对通胀的看法:上证综合指数成交量扩大、住房市场交易量增加,或储户将定期存款转为活期存款,这些都是通胀预期升温

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的信号。但最简单的方法就是面对面询问，这也是中国央行采取的做法。

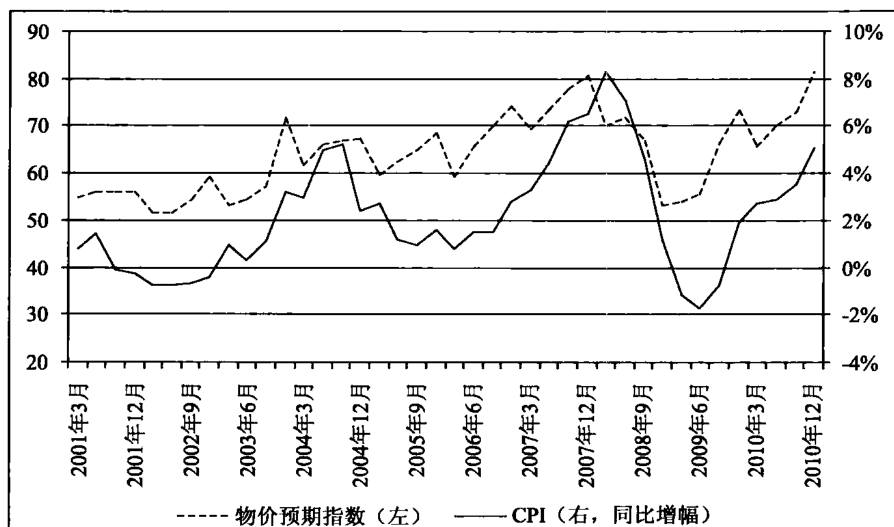


图 7.3 CPI 和中国央行物价预期指数对比

数据来源：中国央行，国家统计局，作者计算

编制方法

中国央行在全国范围内选取 50 个代表城市作为调查取样基础。每个城市选取 8 家银行，每家银行选取 50 名储户，受访者总计 2 万人。

调查小组会针对物价、工资、房价及投资和储蓄意愿等问题询问受访者目前的感受及对未来的预期。针对每一个问题，受访者都可以选择正面、中性或负面态度作为答案。统计人员会将调查结果进行加权并得出最终数值。正面回答的加权为 1，中性的加权 0.5，负面加权为 0。如果 20% 的受访者认为物价会涨，40% 的人认为会维持原状；40% 的人认为物价会跌。那么物价预期指数为：

$$(20\% \times 1) + (40\% \times 0.5) + (40\% \times 0) = 40$$

按照这种计算方式，指数数值一定在 0 ~ 100 之间，50 作为临界（与 PMI 计算方法类似）。指数高不一定就是好消息。如果当前物价满意指数为 100，那就意味着 100% 的受访者对当前物价满意，算是好消息；如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来物价预期指数为100,那就意味着100%的受访者预计下一季度物价要涨,这绝对是坏消息。在本例中40意味着平均来看,城镇居民预计未来物价将会小幅回落。

解读数据

表 7.3 城镇储户收入与物价扩散指数表

		2010年1季度	2010年2季度	2010年3季度	2010年4季度
3▶	当月收入感受指数	55.0	49.5	51.6	51.1
	未来收入信心指数	56.2	53.6	55.7	55.5
2▶	当期物价满意指数	25.9	21.7	21.9	13.8
1▶	未来物价预期指数	65.6	70.3	73.2	81.7

数据来源:中国央行

1. 未来物价预期指数的预测能力较为出色,分别在2004年和2008年预测了两次通胀峰值的到来。如表7.3所示,2010年第二季度城镇居民未来物价预期指数为70.3,意味着居民认为下一季度物价将会大幅上涨。果然,2010年6月CPI同比上升2.9%,到了11月升幅扩大至5.1%,许多专业经济学家反而判断失误。

2. 当前通胀水平和物价满意程度之间的关系是一目了然的。如果通胀下行,受访者的满意度就会增加;如果物价上涨,受访者自然就会越来越不满意。2010年第二季度当前物价满意指数为21.7,较第一季度的25.9有所下降,意味着受访者对当前物价不满,满意度在下降。这和同期CPI小幅上升是一致的。

但二者之间的联动关系也并非屡试不爽。如图7.4所示,十年来通货膨胀起起落落,而居民对当前物价的满意度却一路下滑。国家统计局对这种异常现象给出了一个很无奈的解释:居民对物价上涨的感受更加强烈,如果物价不变反而不太去关注。哪怕消费篮子里100种商品中只有一种商品涨价,居民也会立刻关注这一种商品。这就意味着居民对通胀的主观感知比实际通胀更强烈。但也还有其他原因。中国居民对物价上涨的感知主要基于房价的大幅上涨。CPI并不直接反映房价,因此才会出现居民对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前物价的满意程度与CPI所反映的通胀水平不符的情况。

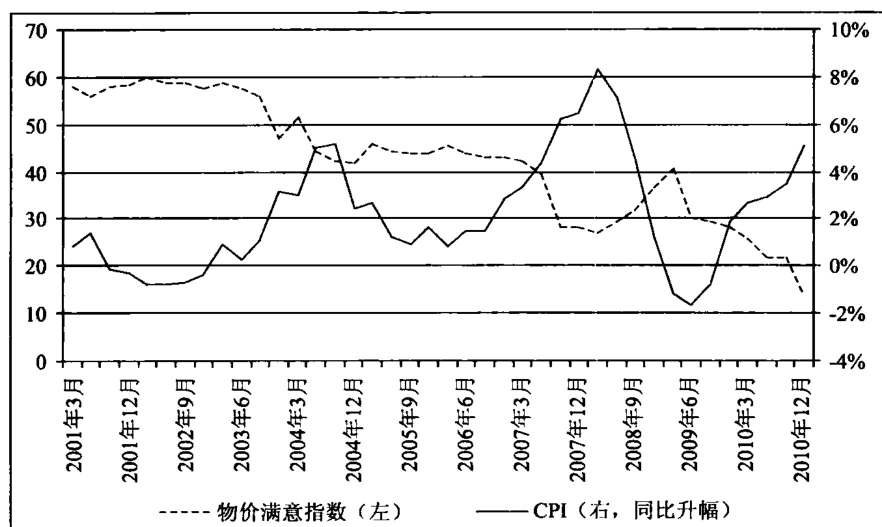


图7.4 CPI和物价满意指数对比

数据来源：国家统计局，中国央行，作者计算

3. 了解中国就业市场的发展变化是了解经济增长和通胀前景的关键所在。遗憾的是，官方就业数据欠佳。由于国家统计局的薪资数据是以国企职工为基础，因此工资增幅过高。央行在编制居民收入感受指数时没有把重心放在国企职工上，因此数据可以更好地反映薪资变动情况。国家统计局的薪资数据波动很小，相比之下，央行的收入调查可以更真实地反映收入变化的波动情况。值得一提的是，央行数据捕捉到了2009年收入增幅下滑的现象，2009年第二季度，当前收入感受指数骤然跌到45，而2008年第一季度则为64。

数据中还包括了居民消费、储蓄及投资意愿。我们可以用它来核对国家统计局公布的零售额数据。零售额数据不仅包括了居民支出，还包括了政府及企业采购。居民消费所占的比例不得而知，但我们可以合理推断：如果中国央行统计数据显示居民更倾向于储蓄而不是消费，那么零售额加速增长可能是因为政府及企业加大采购力度。2010年第二季度，央行数据显示，仅18%的居民倾向增加消费，而45.7%的居民更愿意增加储蓄。这就意味着2010年第三季度零售额强劲增长并非来源于居民消费增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

中国央行的储户调查的确有参考价值,特别是城镇居民通胀预期指数。但由于每季度只发布一次,因此通常不会影响到市场的日常交投。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产者物价指数(PPI)

市场敏感度:高

指标含义:衡量工业企业产品出厂价格变动趋势和变动程度。

中文链接:www. stats. gov. cn/

英文链接:www. stats. gov. cn/english/

发布时间:每月 11 日上午 10:00 发布上月数据,3 月、6 月、9 月和 12 月数据与季度 GDP 数据一起发布。

发布频率:按月

数据来源:国家统计局

是否修正:无

为什么重要

尽管各界都在谈论经济增长方式要向内需驱动型转变,但中国仍是个工业国家。利润比工资重要,投资比消费重要,企业比居民重要。与 CPI 数据不同,PPI 升幅的变化不会对中国居民的生活成本造成直接的影响,也不会直接影响政府的货币政策决定。但考虑到工业在中国国民经济中举足轻重的地位,PPI 是考察通货膨胀压力的一个重要指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

国家统计局会收集约11000种工业产品的价格信息。数据会在每个月的8日和18日收集，调查包括了430个城市的50000家企业。最终编制数据时会采纳这两天的平均价格。价格信息收集完毕后，各类产品会根据其在总产值中的比重分配权重。权重每5年更新一次，最近一次更新是在2011年，当时是以2008年至2010年的工业产品销售情况以及对60000家企业的调查为基础进行的。国家统计局不会公布权重，但统计局表示，权重与各类产品在工业总产值中的比重相符。

解读数据

表7.4 PPI数据(2010年5月)

	指标	5月		1—5月	
		绝对值	同比增幅(%)	绝对值	同比增幅(%)
1▶	全部工业品		7.1		5.9
	生产资料		8.8		7.4
	采掘		31.1		32.3
2▶	原材料		13.8		11.6
3▶	加工		3.6		2.2
	生活资料		1.8		1.2
	食品		3.2		2.5
	衣着		1.9		1.7
	一般日用品		1.7		0.9
4▶	耐用消费品		-0.3		-0.9

数据来源：国家统计局

1. 市场关注的焦点是整体PPI数值的变化。它是考察工业和制造业通货膨胀压力的指标。PPI的升幅平均而言高于CPI，波动幅度也更大。如表7.4所示，2010年5月，PPI较上年同期上升7.1%，当月CPI上升3.1%。PPI升幅偏高表明，随着中国房地产市场的繁荣，中国建筑市场出现旺盛的铁矿石、铜及其他生产资料需求，因此矿业产品及原材料价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格出现反弹。中国政府于 2009 年出台了大手笔经济刺激措施，到 2010 年 5 月，有迹象表明，上游通货膨胀压力正在积聚，加剧了政府收紧政策的压力，但直到几个月后 CPI 升幅突破 4%，中国央行才开始加息。

理论上来说，PPI 应是预测 CPI 未来走向的一个重要指标。因为就某种程度而言，所有工业产品都会转化为用于生产消费产品的生产资料。生产者价格上升应会导致商品价格上升。但实际上，如图 7.5 所示，总体而言 PPI 并不具备稳定的领先属性。2007—2008 年是十年来中国经济主要的通货膨胀时期，CPI 往往会先于 PPI 波动。那么，消费价格为什么会比生产价格先行上涨？

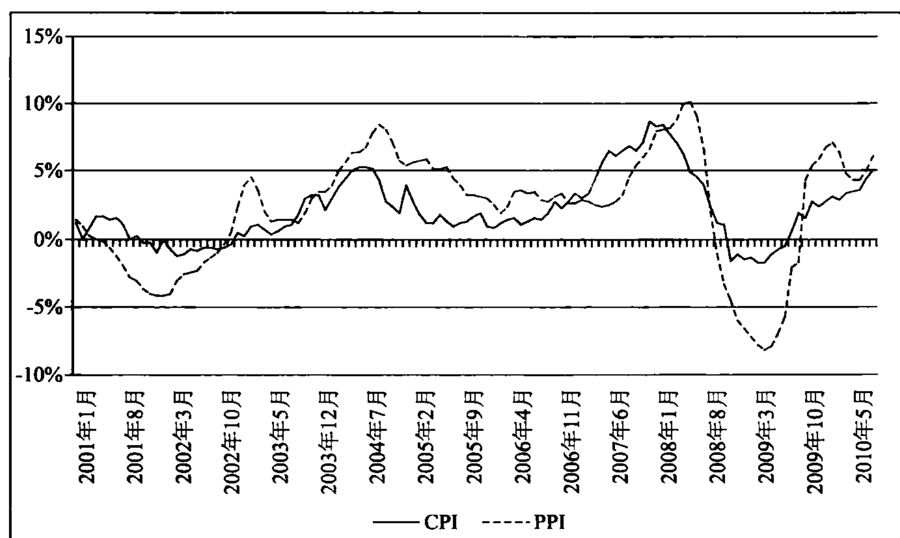


图 7.5 CPI 与 PPI 对比（同比增幅）

数据来源：国家统计局

- PPI 和 CPI 考察的对象有所不同。食品在 CPI 篮子中约占三分之一的比重，重点是生肉、鱼类及蔬菜的价格，而这些产品的价格波动非常剧烈。食品在 PPI 篮子中的比重远远低于在 CPI 中的比重，重点是加工食品，价格波动不太明显。房租、通信、交通及医疗在 CPI 中的权重也很高，但工业产品的成本不会直接转嫁到这些服务的成本上来。

- 由于中国制造业产能过剩，因此即便是那些可以影响到消费价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生产价格，制造商也无法把价格上升的成本转嫁给消费者。自2004年以来，服装生产者价格基本上一直处于升势当中，但同期消费者面临的服装价格却在一直下降。

- 物价管制措施也导致生产价格上涨无法传导到消费价格中。煤炭等矿业商品的价格波动非常剧烈。但消费者支付的电价却是由政府设定的。因此，即使像在2010年5月，矿业材料的价格同比上升31.1%，其影响只不过是发电企业的利润受到挤压，CPI升幅不会因此扩大。

2. 原材料、采矿及采石价格在PPI中占据相当大的比重，而这些产品的价格波动异常剧烈。这几类商品中包括了原油及铁矿石等大宗商品，因此，假如伊拉克发生战争，或是澳大利亚发生洪灾，PPI数据都会受到显著影响。由于许多原材料的价格是由大宗商品市场决定的，投机者完全可以不受基本供求关系的影响推高商品价格。2008年夏天，全球市场油价逼近每桶150美元，铁矿石价格也处于纪录高位，PPI升幅扩大至10.1%。一年以后，受全球金融危机影响，大宗商品市场热火朝天的势头急转直下，PPI下降8.2%。据IMF的研究人员估计，全球大宗商品价格波动对PPI的影响程度为20%。

3. 加工产品价格偏低、波动幅度较小，反映出中国制造业产能过剩的现状。由于供大于求，市场力量一直在抑制物价上涨。如表7.4所示，数据显示，2010年5月，加工产品价格仅较上年同期上涨3.6%，远低于PPI整体升幅。

4. 十年来，耐用消费品成本一直持续下降，反映出中国劳动力过剩导致非技术工人工资长期持平、生产率提高后制造商成本降低、产能过剩导致生产商无法把增加的生产成本转嫁给消费者等问题。但物价回落的速度也一直在放缓。如表7.4所示，2010年5月，耐用消费品价格同比仅下降0.3%，2002年却下降了7.3%。因此，耐用消费品价格止跌回升不过是个时间问题。届时，不论是中国出口商的竞争力，还是中国商品进口国的通货膨胀压力，都会受到影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

股市:股市对 PPI 数据又爱又恨。一方面,生产者价格上升意味着企业的产品定价上升,进而提升利润并支撑股市估值;另一方面,PPI 升幅较高也是工业部门过热的迹象,中国政府因此可能会关闭信贷闸口,企业和投资者就会受制于紧张的资金面,这对股市来说是个利空。

大宗商品市场:PPI 升幅偏高对大宗商品生产商来说是个坏消息,因为中国政府可能采取措施为过热的经济降温,铁矿石及其他原材料的需求会受到抑制。

外汇市场:由于大宗商品进口成本是推高生产者价格的主要驱动因素之一,PPI 升幅偏高会促使决策者推进人民币加速升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场收益率曲线

市场敏感度:低

指标含义:财政部和中国央行所发债务的收益率。

中文链接:http://yield.chinabond.com.cn

英文链接:http://eyield.chinabond.com.cn

发布时间:中国债券信息网每个交易日下午 18:45 左右发布基准收益率曲线。

发布频率:每个交易日

数据来源:中央结算公司

为什么重要

中国债券市场还在发展和完善当中。监管机构、评级机构及行业协会都已具备。企业债券、财政部及中国央行发行的国债和债券目前都已在债市交易。但中国政府一直不愿大力发展债券市场,原因也很容易理解。控制信贷节奏是中国政府调控经济增长速度的主要杠杆。如果企业可以发行债券融资,那么就不用非得依赖银行贷款,政府的主要政策杠杆就失去了效力。因此,中国一直在严格控制债券市场的规模以及参与机构。截至 2009 年年底,中国市场流通债券总值仅有 17.5 万亿元,贷款余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

额却有42.6万亿元。财政部、中国央行及国家开发银行所发债券的规模占到了总流通规模的72%。国有控股商业银行持有量占到了流通债务的68%。大部分交易都由政府力量主导,因此债市的价格往往不受供求关系的影响。

要想了解中国债券市场独特的运转方式,有必要简单了解一下利率政策。中国央行设定中国市场的存贷款利率,利差较大,这样可以确保银行获取丰厚的利润。2010年年底,商业银行的存款利率为2.75%,贷款利率为5.81%。这样银行每借出一块钱,就至少可以赚取3.06%的利润。实际上,考虑到半数以上的存款都是利率几乎为零的活期存款,因此实际利差远高于3.06%。还是2010年年底,财政部发行1年期国债,收益率为2.15%,中国央行1年期央票收益率为2.34%,考虑到二者的税务处理方式不同,收益率的差别基本不大。

那么既然财政部所发国债的收益率低于1年期存款利率,银行为什么还要去买,为什么不用这笔资金去放贷并赚取3.06%的利润?部分原因在于,财政部和中国央行发行的债券是零风险,因此银行会愿意接受低回报。此外,财政部和中国央行发行的债券流动性很高,需要时可以很轻松地兑换成现金。但其实根本原因在于,由于中国政府限制信贷规模,银行并不是想发放多少贷款就可以发放多少贷款。银行的贷款限额用完后,剩下的闲散资金就会投在收益率较低的固定收益市场。因此收益率不仅反映了银行投资选择的局限性,也反映了银行对风险和回报的精细评估。

政府将一级市场的价格定在较低的水平,因此二级市场的交投就比较清淡。2009年,中国债券市场成交额为5.1万亿元(约合7500亿美元),上证综合指数的成交额是34.7万亿元(约合5.1万亿美元)。2009年美国国债市场的成交额约为208.8万亿美元,而这还是市场交投异常清淡情况下的成交额。

当然,中国债券市场毕竟不是美国债券市场,收益率曲线也不能帮助我们预测未来的经济走向。但对于那些投资中国债券市场的银行来说,盈亏水平仍然会受到通货膨胀走势以及中国央行基准利率的影响。和美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的收益率曲线相比,中国收益率曲线对市场人气的变化可能没有那么敏感,但它的确可以反映数千名专业投资者对市场的判断,要知道,许多专业投资者都在有中国央行背景的机构供职,他们每天调动的资金高达数百亿元。因此,收益率曲线反而成为对中国货币政策最敏感的风向标,市场对通货膨胀和利率前景的看法稍有变动,收益率曲线都可以敏感地捕捉到。

编制方法

中国固定收益市场的交易有两个单独的平台,银行间市场和证券交易所。但大部分交易都是在银行间市场进行,因此我们需要加以关注。中央结算公司是所有银行间市场交易的结算行。这就意味着每一笔交易该公司都有记录。每个交易日结束时,该公司会对当天的所有交易进行审查,并绘制收益率曲线。

在绘制收益率曲线的过程中,发挥主要作用的是主观判断力,而不是交易,其中一个主要的原因是,市场交投往往比较清淡。即使是在交投最活跃的央票市场,市场的换手率也不到一年一次。2009 年,财政部所发国债的换手率还不到总流通值的 6%。而在美国国债市场,换手率相当于自身市值的 28 倍。个别期限的国债在某些交易日是禁止交易的。对这些债券产品,中央结算公司有个公式,以期限更短及更长的债券交易为基础来计算这些产品的收益率。

随着时间的推移,中国债券市场会更加成熟,成交额也会上升,届时就不再需要依靠人为判断来构建收益率曲线。但就目前而言,中国的收益率曲线毕竟是以有限的交易为基础计算得出,这在一定程度上减弱了该项指标预测中国经济前景的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

财政部收益率曲线

债券收益率代表了投资者持有债券所获得的回报。通常情况下，收益率曲线是上行的，因为投资者对短期债务仅会要求较为温和的回报率，而持有长期债务会面临更大的不确定性，因此投资者会要求较高的回报率。对财政部所发债务而言，持有长期债券的风险并不是违约风险。不论是财政部发行的债务，还是中国央行和政策银行发行的债务，实际上都可以视做零风险。但投资者无法确定的是未来的经济前景，以及通货膨胀变化推高利率的风险；如果出现这种情况，银行的手里都是大量的低收益债券，同时还要支付较高的利率给储户。

因此，收益率曲线的斜率透露了很多投资者对经济及利率前景的看法。斜率上行且偏陡，说明投资者相信，经济正面临过热风险，基准利率上调的可能性很大。斜率平缓，或干脆平直或下行，说明投资者相信经济疲软，随着政府试图刺激经济，基准利率将维持不变甚至下降。

2007 年 8 月初，中国经济继续一路高歌向前，连续第七个季度实现两位数增幅，通货膨胀也在上升。如图 7.6 所示，收益率曲线趋陡，1 年期和 10 年期国债的收益率之差（考察曲线陡峭程度的一个指标）扩大至 1.31%。斜率趋陡，说明市场担心经济过热问题，并预计中国央行再次加息。果然，8 月 22 日，中国央行宣布加息，1 年期存款利率从 3.33% 上调至 3.6%。

2008 年 10 月，全球经济徘徊在崩溃的边缘，中国经济前景也变幻莫测。如图 7.7 所示，收益率曲线非常平缓，1 年期和 10 年期国债的收益率之差收窄至约 0.25%。收益率曲线平缓，说明市场担心经济增长形势，并预计央行降息。果然，10 月底，中国央行第三次下调基准贷款利率，1 年期存款利率从 4.14% 降至 3.87%。年底前中国又连续两次降息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

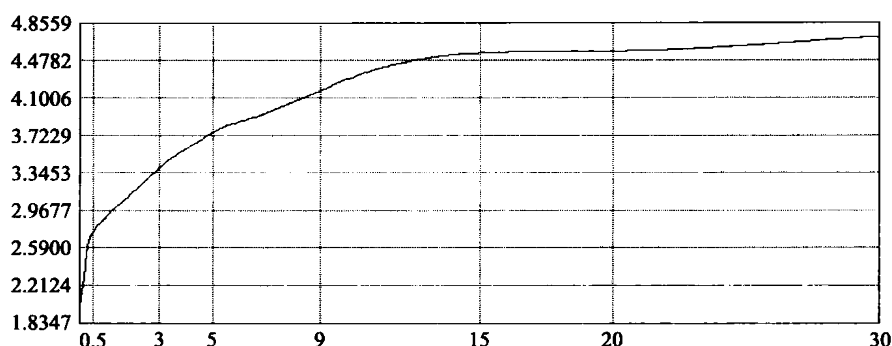


图 7.6 财政部收益率曲线,2007 年 8 月 1 日

数据来源:中国债券信息网

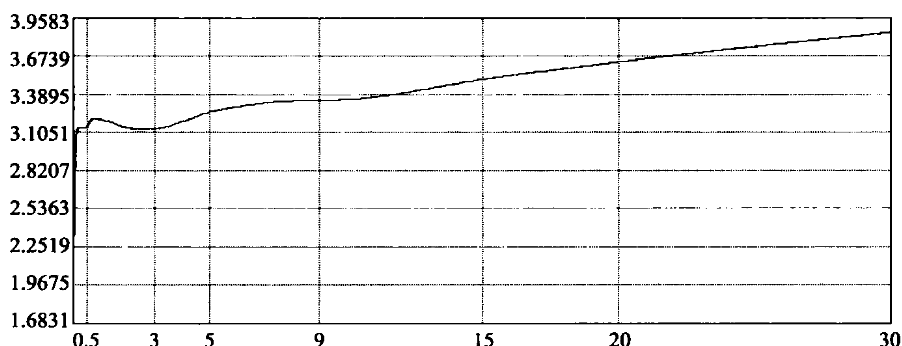


图 7.7 财政部收益率曲线,2008 年 8 月 8 日

数据来源:中国债券信息网

1 年期央票收益率

在中国债券市场,财政部收益率曲线并不是唯一具有预测能力的指标,而且考虑到国债市场的交投较为清淡,它也未必非常可靠。一级市场 1 年期央票的收益率被债券市场参与者视做判断中国央行利率意图的风向标。道理很简单。存款利率考察的就是中国商业银行的资金成本。1 年期央票收益率就是资金回报率。如果 1 年期央票收益率高于 1 年期存款利率,那么中国央行就是白白让商业银行赚钱。这种情况非常特殊,但如果真的出现,那么少数追踪中国固定收益市场的投资者就会判断,这是中国央行加息的明确信号。如图 7.8 所示,2004 年 10 月、2006 年 8 月和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年3月,中国央行央票收益率上升,预示中国将会加息。但也有例外,2010年年底,1年期央票收益率并没有高于同期存款利率,但中国还是做出了加息决定,部分分析人士人为,这说明做出加息决定的是国务院,而非中国央行。

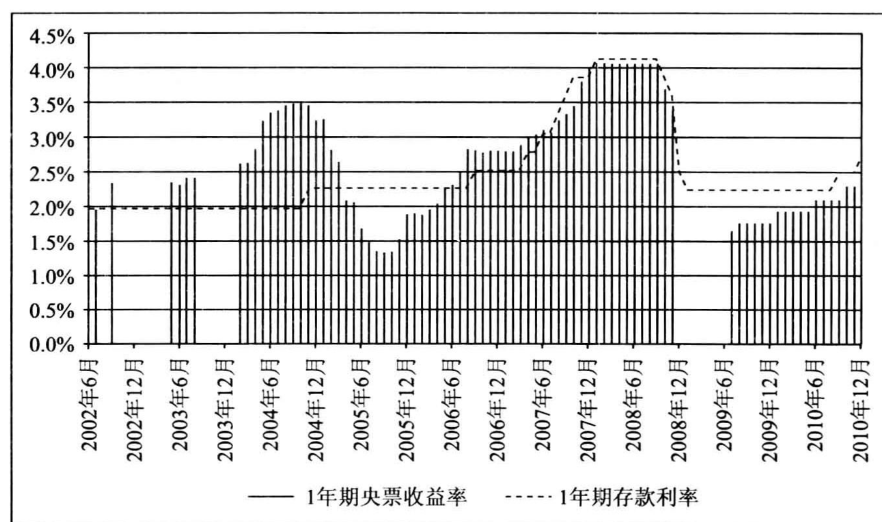


图 7.8　1 年期存款利率和 1 年期央票收益率对比

数据来源:中国央行,作者计算

短期利率

部分投资者还会关注短期利率,将其作为评估中国央行货币政策意图的指标。短期利率,又称做货币市场利率或银行间市场利率,反映的是银行的拆借利率,期限通常很短,1天或几周不等。关注的理由是,短期利率(重点是7天回购利率),代表了中国央行调整利率的意图。7天回购利率对流动性状况非常敏感,但它会受到多重因素的影响,而且我们很难界定影响它的到底是中国央行有意进行的操作,还是其他因素。IPO从金融系统抽调大量资金、热钱流动和财政存款的波动:这些因素对短期利率的影响都比中国央行谨慎计划的公开市场操作及存款准备金率调整更加明显。

IPO对短期利率的影响是中国经济的一大特点,这种影响往往非常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显著。IPO 新股的价格通常会设定在一个可以确保上市首日大幅上扬的水平，这样公司内幕人士、战略投资者以及中签的少数幸运儿就可以获得巨大利润。因此，IPO 之前流动性会较为紧张，因为投资者会尽可能筹集大量资金，确保新股中签率。中石油 2007 年 10 月的 IPO 吸引了 3.3 万亿元认购资金，相当于银行系统存款的 8%。如图 7.9 所示，流动性枯竭导致 7 天回购利率飙升至 10% 以上。那些中签的幸运儿也没有失望，中石油上市首日股价大幅上扬。

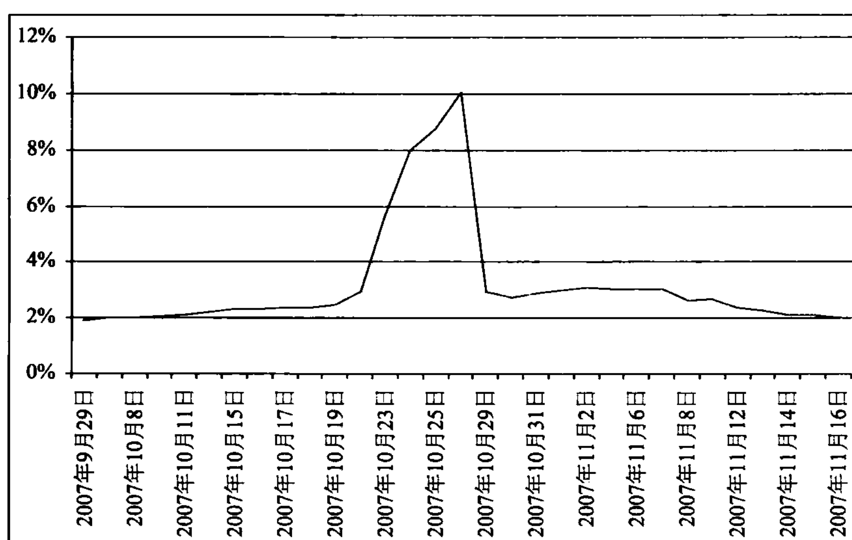


图 7.9 中石油 IPO 期间 7 天回购利率攀升

数据来源：中国货币网

市场影响

中国债券市场的一个好处是，投资者非常理性、专业，不会轻易受传言左右。这和中国股市完全不同，股市中大部分都是毫无经验的散户。不论是香港媒体报道的传言，或是中国央行货币政策委员会某个委员的讲话，都有可能推动上证综合指数上涨或下跌几个百分点。而中国债券市场只会受到重大可靠消息的影响。因此，如果关于利率的传言导致中

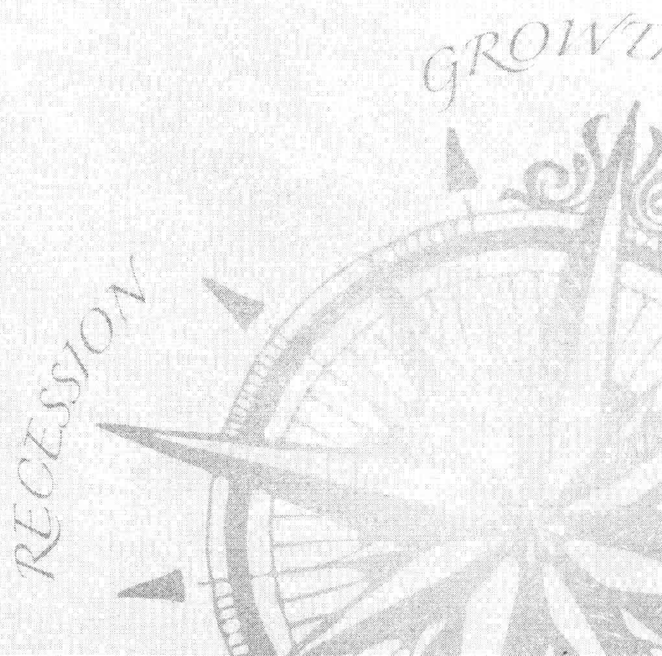
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股市大幅上涨或下跌，很有必要观察一下债券市场的反应。如果收益率也跟着波动，那就说明认为传言比较可靠的，不仅仅是那些没见过大阵仗的股市投资者，还包括精明老道的债券投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

金融指标



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融机构的资金来源和使用情况

市场敏感度:高

指标含义:中国商业银行存贷款月度报告,单位为亿元。

中文链接:www. pbc. gov. cn/

英文链接:www. pbc. gov. cn/publish/english/963/index. html

发布时间:每月 10—15 日发布上月的初步数据;每月 19 日前后公布完整数据。

发布频率:按月

数据来源:中国央行

是否修正:无

为什么重要

中国经济是以银行业为基础的经济。金融系统贷款余额要大于所有流通债券和沪深两市市值的总和。四大银行——工商银行、中国银行、建设银行、农业银行已全部上市,但政府仍然保有控股权。四大银行的行长全部是中共党员,而且都由国务院任命,所以就有点半商半官的性质。

银行在为储户及贷款人牵线搭桥的过程中一直处于绝对支配地位,同时政府又掌控了银行业的活动,因此可以凭借银行业有力控制经济增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长的速度和方向。2008 年年底，华尔街小感冒，结果却导致世界其他角落发高烧，中国经济也需要一剂强心针。外界关注的焦点最初集中在中国政府承诺推出的 4 万亿元财政刺激措施。但真正的特效药却是银行贷款，2009 年，中国新增人民币贷款 9.5 万亿元，2010 年新增 7.9 万亿元，总计高达 17.4 万亿元。因此，即便世界其他经济体纷纷陷入衰退，中国却在大规模新增贷款的支撑下出现投资繁荣局面，经济增速一直高于政府设定的目标 8%。

编制方法

我们只需要在北京金融街走一圈就可以了解商业银行和中国央行的关系有多密切。所有主要商业银行的总部都设在金融街，和中国央行之间不过是步行的距离。中国央行一直和商业银行保持联系，商业银行会定期向央行汇报存贷款变化情况。央行把这些报告每个月汇总一次，可以迅速了解金融部门的资产负债情况。

但这种频繁的沟通并不代表数据就完美无瑕。解读新增人民币贷款数据存在一大障碍，因为商业银行为规避中国央行设定的贷款额度，表外信贷迅速增长。这就导致总贷款规模上升，但央行的贷款数据中又无法反映出这种状况。2010 年，中国央行终于承认，表外贷款接近 1.5 万亿元，相比 7.9 万亿元的官方贷款增加了不少。

2011 年又有了新的变化，中国央行开始发布季度社会融资数据。其中包括了信托公司发放的贷款、IPO 筹集的资金以及通过发售债券筹集的资金。就某种程度而言，这说明中国央行已经认识到，有必要了解银行的表外贷款情况。同时此举也反映出，尽管银行贷款仍是最重要的融资工具，但股市和债市的融资作用越来越大，因此及时了解这些领域的动向可以帮助央行更好地把握整体信贷环境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 8.1　金融机构人民币信贷收支表(2010 年 2 月)　　单位:亿元

	项　目	2010 年 1 月	2010 年 2 月
	来源方项目		
4▶	一、各项存款	612877.3	622436.8
	1. 住户存款	267079.3	282726.8
5▶	(1)活期及临时性存款	100502.2	107019.0
	(2)定期及保证性存款	166577.2	175707.9
	2. 非金融企业存款	259215.2	255098.8
	(1)活期及临时性存款	160263.8	153543.4
	(2)定期及保证性存款	98951.4	101555.3
	[…]		
	资金来源总计	697197.0	705516.1
	运用方项目		
1▶	一、各项贷款	413679.6	420678.4
	(一)境内贷款	413413.1	420478.5
	1. 住户贷款	88231.9	90226.2
	[…]		
2▶	2. 非金融企业及其他部门贷款	325181.2	330252.3
	(1)短期贷款及票据融资	141031.7	141252.8
	短期贷款	118978.7	120946.6
	票据融资	22053.0	20306.2
	(2)中长期贷款	176949.9	182029.8
	[…]		
3▶	四、外汇占款	196094.1	197889.1
	资金运用总计	697197.0	705516.1

数据来源:中国央行

1. 最让市场念念不忘的就是中国新增人民币贷款数据,理由当然也很充分。新增贷款是中国经济领域的主要信贷来源,也是决定经济增长速度和通货膨胀水平的关键因素。信贷增速是政府控制经济活动的一项重要工具。银行每年可以发放多少贷款都有额度,监管机构会根据经济前景的变化收紧或放松信贷额度。新增贷款中也有很大一部分通过非法渠道流入股市和楼市——这对投资价值会产生直接影响。

如图 8.1 所示,贷款有很强的季节性,银行通常会在年初大举放贷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009 年 1 月，新增贷款高达 1.6 万亿元，相当于全年信贷总额的 16%。2010 年，1 月份前两周，新增贷款再次飙升，中国央行不得不上调存款准备金率，希望借此向银行业发出警告。某大型银行负责贷款业务的管理人士解释道："银行都有一批优质客户，而且银行也都了解自己每年的额度是多少。所以银行就会问优质客户需要多少贷款，客户当然希望拿走所有的额度，最终银行会把大部分额度借给优质客户，所以年初以后基本上就是其他客户在争抢剩下的额度。"

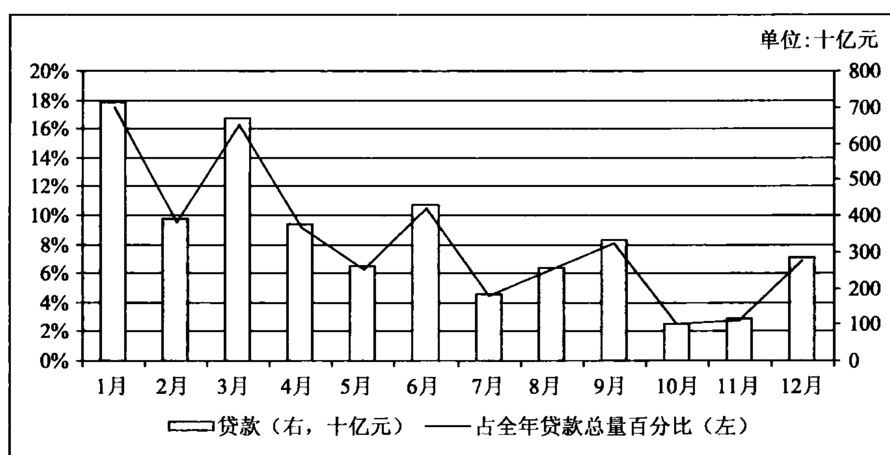


图 8.1　2004—2009 年每月新增贷款平均水平

数据来源：中国央行，作者计算

1 月份的贷款盛宴之后，上半年的贷款规模通常会保持在较高水平，3 月和 6 月常常会见顶，因为负责贷款业务的管理人士会赶在季度财报之前提高业绩。到了下半年，信用最好的客户已经拿到了想要的全部贷款，贷款业务主管完成了全年目标，银行的贷款额度也基本上消耗殆尽。于是，贷款增速就会在第三季度开始下降，到了第四季度，新增贷款就非常稀少了。这种年复一年的信贷循环方式不利于经济健康运行。除了经营环境，只怕银行再也找不出年初大起、年末大收的理由。但实际情况就是如此，因此我们在解读月度贷款数据时需要时刻牢记。1 月、3 月和 6 月新增贷款大幅蹿升并不代表中国经济会一路高歌向前，同样，10 月、11 月和 12 月新增贷款骤降也不代表世界末日即将来临。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 数据中还包括了短期贷款、中长期贷款和票据融资的明细。中长期贷款主要是用于工业、基础设施和房地产投资。短期贷款和票据融资主要用于短期经营成本。票据融资规模波动很大,如果某月发行大量新的票据,当月的数值就会上升,几个月后又会有大量票据到期。由于贷款数据公布的是净值,因此如果剔除到期的短期票据,新增贷款规模就会受到显著影响。2009 年夏天,中国央行数据显示,新增贷款总额从 6 月份的 1.53 万亿元降至 7 月份的 3550 亿元。但看一下明细数据就会发现,中长期贷款相对稳定;但大量短期贷款和票据到期后使规模下降,这也是总贷款规模下降的原因所在。

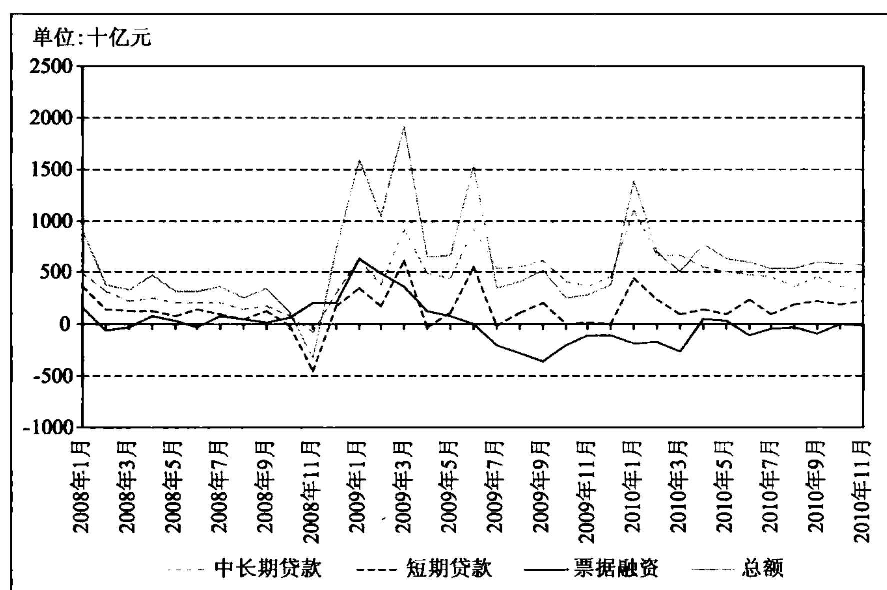


图 8.2 新增贷款构成

数据来源:中国央行,作者计算

3. 中国出口商收到的美元及其他外币货款可以用于支付进口,也可以兑换成人民币后用于国内经济。这就意味着银行的外汇占款应基本上等同于经常项目盈余。由于外汇占款数据是每个月发布一次,因此与季度经常项目及外汇储备数据相比,它可以帮助我们更及时地了解中国的国际收支状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 并没有包括外币贷款总额，但从中国央行的数据中可以找到。外币贷款非常重要，原因有以下两点：

- 新增贷款数据中不包含外币贷款；只有计入外币贷款才可以把握整体信贷扩张速度。外币贷款有时会导致总体新增贷款大幅上升或下降。2009 年 6 月，商业银行发放了 370 亿美元(约合 2510 亿元)外币贷款，总体新增贷款从原本已经达到天量的 1.5 万亿元增加到 1.7 万亿元，这不由让人瞠目。

- 市场对外币贷款的需求是和人民币升值预期紧密相连的。如果借款人预计人民币升值，那么借入少量的美元就是有道理的，将借到手的美元兑换成人民币，等人民币升值后再兑换回去，就可以多兑一些美元，偿还贷款之后，剩下的美元就可以入袋为安。外币贷款规模较高说明借款人预计人民币将会强劲升值。

4. 市场关注的焦点一直是新增人民币贷款增速。但中国银行系统的存款增速较快，因此也会引起一定的关注和争议。由于中国人崇尚节俭、中国的福利体系较为薄弱且多数中国人都希望攒到足够的钱去买房，因此中国居民储蓄率一直处于非常高的水平。2009 年，中国城镇居民平均储蓄率接近 30%。而在金融危机爆发前，美国的储蓄率一直是负值。

中国居民储蓄在国民经济发展中发挥了关键性的作用。通过将巨额居民储蓄引导到重点工程建设上来，中国得以迎头赶上其他国家，顺利兴建现代化工业基地和公共基础设施。但除了经济迅速增长带来的一些大环境的改善外，中国居民并没有得到太大的好处。十年来，中国的平均实际利率，即存款利率减去消费价格变动之后的利率一直是负值。这就意味着中国居民实际上在为自己的银行存款上税，这样国家才可以向工业部门提供廉价资本。

5. 实际利率的变化，或是对实际利率变化的预期，都会影响中国居民在活期和定期存款上的选择。如果居民认为实际利率很快要变为负值，就会取出定期存款，转存为活期存款，这样就可以随时取用，以免通货膨胀导致存款贬值。如果居民认为实际利率将变为正值，那么就会愿意持有定期存款，赚取少量的利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

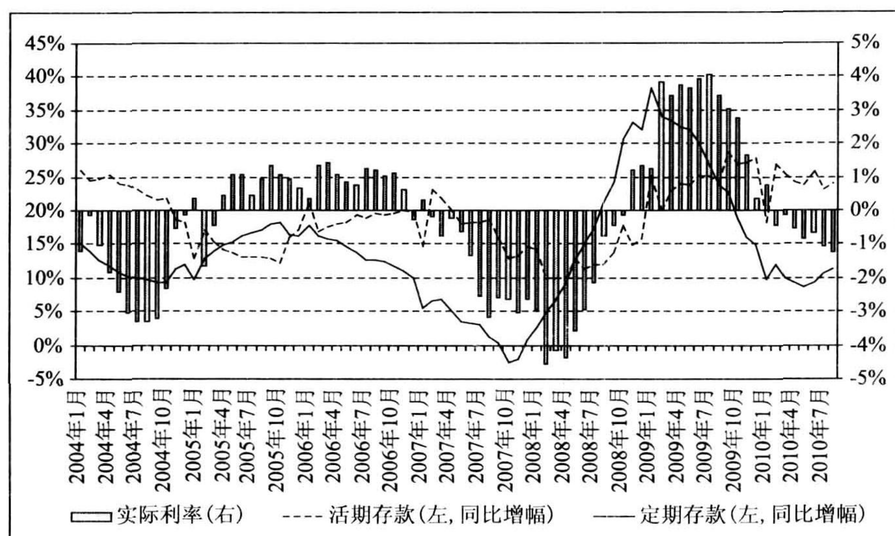


图 8.3 居民活期、定期存款增幅和实际利率对比

数据来源：中国央行，作者计算

这就说明，定期和活期存款增速的变化可以帮助我们考察居民的通货膨胀预期，也有助于我们判断 CPI 前景。2006 年全年，居民定期存款增速一直在下降，预示 2007 年年初通货膨胀会上升，实际存款利率将变为负值。2009 年，尽管物价在回落，但居民还是认为，银行贷款激增会引发通货膨胀风险，因此定期存款增速开始放缓。2010 年 10 月，由于前九个月实际利率一直为负且通货膨胀加速上升，居民决定不再存定期，银行系统存款减少 7000 亿元，达到纪录水平。银行存款外逃的风险也是导致中国政府提前加息的原因之一，政府希望借此让民众放心，他们的存款是安全的。

市场影响

股市：新增贷款会通过三个渠道影响股市。首先，贷款增加会导致投资增加、消费增加，企业利润及股票估值会受到提振。其次，新增贷款直接导致银行赢利水平上升，而银行股又是上证综合指数和恒生指数最重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的权重股。再次，部分贷款通过非法渠道成为股市投机资金的来源。2007年2月，国务院派遣工作小组前往上海，调查非法使用贷款投机。上证综合指数第二天暴跌8.8%。受此影响，标准普尔指数下滑3.5%，这也是中国市场首次开始影响到美国市场。2009年，市场传言，上半年的7万亿元贷款中共有1万亿元流入股市。同时有报道称，中国证监会将派遣工作小组进行相关调查，消息传出后，股市上行势头暂时受到遏制。

大宗商品市场：新增贷款和投资之间的关系促使大宗商品市场密切关注贷款数据。新增贷款强劲增长意味着基础设施、产能及房地产等领域的投资会扩大。这一切都意味着中国对原油、铁矿石及铜的需求会上升。

外汇市场：从新增贷款数据中基本上无法揣测政府的汇率意图。但外币贷款规模较高则说明市场预计人民币将会迅速升值。对于澳元等大宗商品货币，以及韩元、新加坡元等中国增长概念的受益货币来说，新增外币贷款规模较高会是个利好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币供应量

市场敏感度:高

指标含义:考察中国经济货币供应总量的月度指标,单位为亿元。

中文链接:www. pbc. gov. cn/publish/main/index. html

英文链接:www. pbc. gov. cn/publish/english/963/index. html

发布时间:每个月 10—15 日发布上月数据。

发布频率:按月

数据来源:中国央行

是否修正:无

为什么重要

由于每年会出现季节性降雨,所以长江流域夏季会容易爆发洪灾。和长江一样,中国的货币供应随时有可能“泛滥”。中国的货币供应会受到经常项目盈余的影响。由于经常项目盈余持续流入,管理中国货币供应增速也变得异常棘手。中国央行肩负着防止经常项目盈余演变成通货膨胀压力的重大使命。总体而言,央行的官员们也算不辱使命。通过积极运用公开市场操作及存款准备金率等调节工具,央行成功地冲销了资金流入的冲击,并回笼资金,否则这些资金会变成银行贷款发放出去。十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年来，中国的货币供应量平均增速一直控制在18%左右。但中国央行也并不是一直都很严格。货币供应量也有过量的时候，结果就是经济增长受到短期提振，股市大涨，但长期后果就是通货膨胀上升。

编制方法

中国央行会从存款机构(主要是银行)收集货币供应数据。数据主要汇总为三大类：

- M_0——实际流通的纸币和硬币
- M_1——M_0 + 企业活期存款
- M_2——M_1 + 企业定期存款、储蓄存款及其他存款

统计中国经济领域的货币总量似乎是简单明了的事情，所以应该不会出现什么问题。但实际上，中国的货币供应量数据没有跟上经济发展的形势，因此数据存在两大偏差。首先，居民活期和定期存款被归入 M_2，因为在过去，居民存款的流动性很差。但现在已步入自动提款机和网络银行的时代，居民活期存款流动性很大，因此将居民活期存款排除在 M_1 之外肯定会造成偏差。

其次，新开发的金融产品从传统的银行存款系统吸引资金，数据也没有反映出这种现象的影响。政府一直将银行存款利率维持在较低的水平。作为应对，银行开发了理财产品，客户可以获得比存款利率高的回报。这些资金既然没有计入存款，当然也就不会计入 M_2，但这些资金其实是一种变相存款，因此 M_2 作为货币供应量指标的参考价值也因此下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 8.2 货币供应量(2010 年 4 月) 单位:亿元人民币

	项目	2010.01	2010.02	2010.03	2010.04	2010.05	[···]
2▶	货币和准货币(M_2)	625609.29	636072.26	649947.46	656561.22		
1▶	货币(M_1)	229588.98	224286.95	229397.93	233909.76		
	流通中货币(M_0)	40758.58	42865.79	39080.58	39657.54		

数据来源:中国央行

1. 货币供应量本身的增长并不会引发通货膨胀。如果经济没有满负荷运转,那么货币供应量增加不会导致物价上升。但如果经济按部就班地满负荷运行,那么货币供应量增加就为物价上涨创造了条件。考虑到中国经济增长速度往往达到白热化,因此货币供应量的变化和通货膨胀之间有很密切的联动关系。1994 年,M_1 增速达到峰值,同比增长近 32%。货币供应量失控后,CPI 升幅超出 27%,为改革开放以来的最高水平。2007 年 9 月,M_1 增速再次达到峰值,同比增长 22.1%,这对 GDP 增长固然构成支撑(全年 GDP 增长 13.0%),但如图 8.4 所示,后果就是 CPI 升幅扩大,2008 年 2 月达到 8.7%。2009 年,中国政府为应对全球金融危机放开流动性闸门。M_1 同比增速飙升至 30% 以上,GDP 增速受到支撑,稳定在 9.1%。但到 2010 年,经济增长步入正轨、接近满负荷运行,货币供应量增速开始传导到物价中 。2010 年 11 月,CPI 同比上升 5.1%,中国央行悲观预计,真正的通货膨胀压力还没有出现。除了前面的一个例子,即通货膨胀见顶很长时间后货币供应量才会见顶,十年来的经验是,CPI 会在 M_1 增速见顶 6 个月至 1 年后见顶。

2. M_2 是广义货币供应量指标,政府把它当成货币政策的中级目标。在年度政府工作会议上,国务院总理通常会宣布当年的 M_2 增速目标。但通常情况下,我们只能根据这一目标粗略地猜测政府的调控意图,实际增速有时会大幅超出目标。2009 年,温家宝总理宣布,当年的 M_2 同比增速目标为 17%。但事实上当年的货币供应量增长了 27.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了公开发布的数据以外，投资者和决策层还会关注两大重要指标，以此判断通货膨胀前景：

- M_2 和 GDP 的比率，这是考察整体货币环境的一项指标。比率上升，说明实现同样的产值需要投入更多的资金，结果可能会导致通货膨胀上升。比率下降，说明实现同样的产值需要投入更少的资金，这应有助于控制通货膨胀，但也可能会付出经济增速下降的代价。中国央行研究局局长张建华表示，中国央行将这一比率作为考察整体货币环境的指标。
- M_1 和 M_2 增速之间的差异可以作为考察通货膨胀预期高低的指标。如图 8.4 所示，当 M_1 增速快于 M_2 增速时，像 2006 年年底和 2009 年年底，物价水平也会开始上升。这里还有一个复杂因素，居民的活期和定期存款都被计入 M_2，因此 M_1 增速较快，其实反映的是企业行为的变化，而不是居民行为。活期存款流动性高，定期存款的回报率高，要想了解居民的偏好，可以参考中国央行发布的银行系统数据，里面提供了活期和定期存款明细。

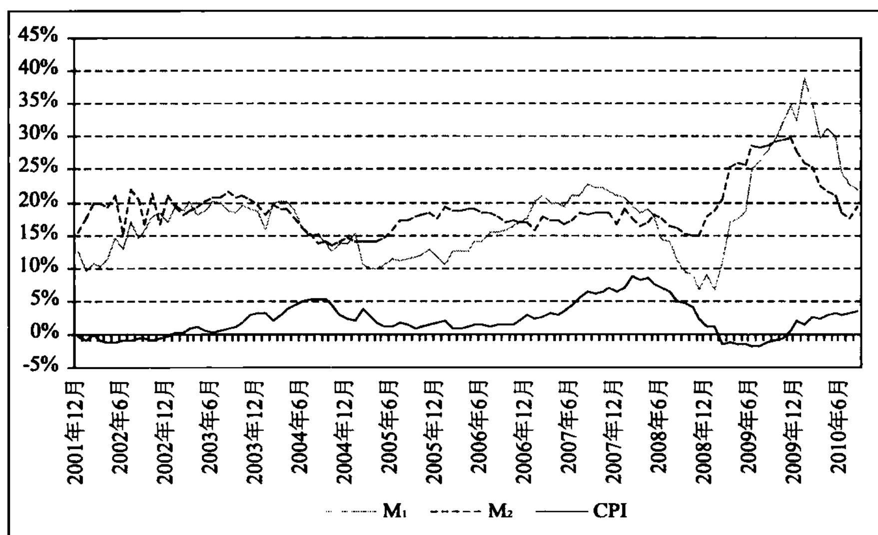


图 8.4　M_1、M_2 增速和 CPI 升幅对比（同比增幅）

数据来源：中国央行，国家统计局，作者计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

股市:对于那些希望获取捕捉股市涨跌拐点经验法门的投资者来说,如果不看货币供应量增速,损失可能会更大。上证综合指数的高点和低点与 M_1 增速的峰值和低谷密切吻合。

大宗商品市场:如果中国敞开货币供应闸口,那就意味着投资支出会上升,原材料需求会增加。如果中国央行收紧货币供应,那就意味着未来数月投资支出和大宗商品需求会下降。

外汇市场:货币供应和汇率之间的关系是很让中国政府头疼的事。将人民币币值稳定在较低水平、经常项目长期出现盈余,就会增加货币供应量并加剧通货膨胀压力。允许人民币升值,投机分子就会将热钱带入中国,通过押注人民币升值获利——结果还是一样。无论如何,在中国往往是汇率决定会影响到货币供应,而不是相反的方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不良贷款

市场敏感度:中

指标含义:考察银行系统不良贷款总量的季度指标,单位为亿元,形式为不良贷款占总贷款的比率。

中文链接:www. cbrc. gov. cn/chinese/home/jsp/index. jsp

英文链接:www. cbrc. gov. cn/english/home/jsp/index. jsp

发布时间:每个季度结束约7周后发布中文数据。

发布频率:中文按季,英文按年。

数据来源:中国银行业监督管理委员会(简称"银监会")

是否修正:无

为什么重要

银行业由政府控制优势很多。政府可以将贷款引向具有战略意义的要害部门,融资条件也颇为乐观,因此,中国得以迅速迎头赶上,完成公共基础设施和工业基地的建设。信贷控制还帮助中国政府度过了多个难关。2009年,新增贷款飙升至9.5万亿元,较2008年的4.2万亿元增长了逾一倍。中国经济也因此摆脱了衰退威胁。但政府干预银行的商业运营也要付出代价。为实现政策目标而发放的贷款,或是面向地方官员心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仪的项目发放的贷款，演变为不良贷款的可能性要比纯商业贷款大得多。

中国银行系统已经有过一次不良贷款的不愉快经历。由于数十年来中国贷款一直是政策主导，20世纪90年代末，银行的不良贷款已经到了泛滥的地步。国有企业体制改革带来的后果是，许多借款企业实际上已面临破产，因此不良贷款无法继续展期。亚洲金融危机也导致中国经济问题进一步加剧，并凸显出银行系统薄弱可能引发的风险。90年代末，官方统计数据显示，不良贷款占总贷款的比例达到30%。非官方数据统计出的比例更高，有些数据估计，不良贷款比例高达50%。

政府解决不良贷款问题的方式也很独具匠心。不良贷款没有被冲销掉，而是被剥离出来，按照面值出售给资产管理公司，每家资产管理公司负责接手一家大型银行的不良贷款。资产管理公司从银行账户上接手了超过1万亿元的不良贷款，并向银行发行债券，将发债收入用来购买不良贷款。这种拆东墙补西墙的做法导致银行至今仍面临资产管理公司的信用风险，因为后者必须依靠盘活银行的不良贷款来偿还所发债券的利息和本金。尽管这一切听起来很像天方夜谭，但别忘了，不论是银行，还是资产管理公司，都是由财政部控制大部分股权。因此，即使说这种障眼法制造了银行业状况大大改善的假象，但谁都不会误以为政府的资产负债表也大有改善，因为一切都没有任何改变。

在随后的几年里，银行的资产负债表不断改善，不良贷款比率持续下降。考虑到中国经济年均增速超过10%，出现不良贷款的机率其实很小。即使是在金融危机期间，中国银行业的不良贷款比率也才只有2.42%，到了2010年年中，比率降至1.30%。那么这是不是意味着中国银行业已经脱胎换骨，彻底解决了不良贷款问题？答案可能并非如此。2009年发放的9.5万亿元贷款和2010年发放的7.9万亿元贷款，固然是出于金融管理上的考量，但政策主导因素也脱不了干系。再考虑到中国经济放缓的事实，中国的不良贷款问题很像恐怖片里观众都以为早已死掉的无赖，很有可能拖着血淋淋的污迹卷土重来。到时候恐怕我们就会看到续集——《不良贷款2》，想看预告片的话可以看一下银监会发布的季度数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

银行需要自觉监控和上报不良贷款规模。贷款被分为五大类：

- 正常贷款——借款人一直在履行借款义务，没有出现借款人无力偿还本金或利息的迹象。
- 特别关注贷款——借款人目前尚有能力偿还本金和利息，但正在经历一些可能会影响到偿债能力的变化。
- 次级类贷款——借款人明显正在经历一些可能会威胁到偿债能力的变化，借款人主营业务的收入显然无法完全偿还本息。即使是没收抵押品后，这些贷款可能仍会出现损失。
- 可疑类贷款——借款人无力偿还本息。即使没收抵押品，这些贷款也会给银行造成巨大损失。
- 损失类贷款——即使是在用尽所有收款方式及所有法律手段之后，基本无法收回、或只能收回一小部分本息的贷款。

每个季度，银行都会审查自身的贷款组合，并向银监会上报贷款状况。划分贷款的标准符合国际惯例，监管法规也要求银行建立强大的系统用于监控和评估贷款，银行的高级领导也要对银行的贷款质量承担责任。此外，银监会也会通过实地考察和远程监控来监督商业银行的贷款质量。但银行对贷款的分类存在很大的主观因素，因此实际不良贷款被低估的空间很大。

银行可能会出于两个原因低估不良贷款。首先，既然银行会迫于政治压力向地方官员的政绩工程发放贷款，就也可能迫于同样的政治压力低估不良贷款。即使面向地方国企或地方政府融资平台的贷款收回的可能性很小，银行也还是会迫于压力将贷款无限展期。其次，如果银行承认有不良贷款，那就必须从资本金中计提一部分损失拨备——目前的拨备比例约为不良贷款价值的150%。因此，上报的不良贷款越少，拨备的资本金就越少，发放新贷款的空间也就越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 8.3 2010 年 1 至 6 月商业银行不良贷款 单位:亿元

	项 目	一季度末		二季度末	
		余额	占全部贷款比例	余额	占全部贷款比例
1▶	不良贷款	4701.2	1.40%	4549.1	1.30%
2▶	其中:次级类贷款	1786.6	0.53%	1673.3	0.48%
	可疑类贷款	2288.8	0.68%	2226.7	0.64%
	损失类贷款	625.8	0.19%	649.1	0.19%
	不良贷款分机构				
3▶	主要商业银行	4009.6	1.41%	3839.8	1.30%
	大型商业银行	3400	1.59%	3247.7	1.46%
	股份制商业银行	609.6	0.86%	592.1	0.80%
	城市商业银行	365.9	1.19%	360.7	1.11%
	农村商业银行	265.8	2.47%	288.2	2.34%
	外资银行	59.8	0.74%	60.4	0.72%

数据来源:中国央行

1. 数据中最重要的信息是不良贷款总额,以及不良贷款在银行系统贷款总额中的比例。如表 8.3 所示,2010 年第二季度,不良贷款比例降至 1.30%,为纪录最低水平。一切似乎太平无事。但考虑到 2009 年和 2010 年新增贷款总计高达 17.4 万亿元,而且其中既有纯商业贷款,也有政治性贷款,不良贷款问题可能还会再次浮出水面。房地产贷款总计 2.9 万亿元,地方政府投资项目贷款总计 7.7 万亿元。此外还有数千亿元贷款投向了正因产能过剩和重组而面临破产威胁的行业。这部分贷款有多少会变为不良贷款谁都无法预料。2010 年年底银行系统贷款余额总计约为 37 万亿元,如果 2009 年和 2010 年借给地方政府投融资平台和房地产业的每一笔贷款都出现问题,那么不良贷款比例将高达约 29%。那就无异于噩梦重演,好在这种情况不太可能出现。但许多分析人士认为,2009 年和 2010 年信贷规模迅速扩张不可能不伴随信贷标准降低。因此,不良贷款比例如果反弹也不足为奇。

准确地说,不良贷款其实不光是银行的问题,也是政府的问题。如果不良贷款达到可能会引发银行倒闭的地步,政府一定会被迫干预并承担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相关责任。中国政府认可的公共债务规模非常低,2010 年年末约占 GDP 的 17%。但分析人士在评估中国的实际公共债务规模时,还加入了政府可能最终被迫承担的不良贷款。2010 年第二季度,中国不良贷款为 4549 亿元,约占 GDP 的 1.3%。但如果房地产贷款和地方政府融资平台的贷款开始出现问题,这一比例会大大上升——政府的债务负担会加重。

2. 银监会把不良贷款分成四大类——越往上程度越加严重。特别关注贷款是最低一级。如果是在恐怖片里,特别关注贷款的严重程度就好比手机信号意外中断,这是个最早的信号,说明接下来蒙面杀手就会夺去无辜少年的性命。如果不良贷款问题卷土重来,特别关注贷款比例上升应该就是最早的信号。

3. 银监会还按照银行类型对不良贷款进行分类。最重要的一类是国有大型商业银行。这些银行在银行业中的地位举足轻重,其贷款总额相当于总贷款余额的三分之二左右。工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及交通银行都在这一类里面。

股份制商业银行和城市商业银行,包括招商银行和民生银行等主要银行,是中国银行业的第二梯队,贷款规模约占总贷款余额的三分之一左右。处于最底层的是农村商业银行。由于大型国有、股份制商业银行和城市商业银行吸引了所有优质客户,农村银行只能向高风险小企业及地方政府在农村地区的低增长型开发项目发放贷款。如果再考虑到农村商业银行的风险管理能力较为薄弱,而且农村落后地区的贷款发放会受到更强烈的政治干预,因此农村商业银行的不良贷款是最严重的。

不良贷款数据中有一点很奇怪,国家开发银行、中国进出口银行及中国邮政储蓄银行(三家银行都是 100% 国有)没有计入数据当中。我们有理由认为,这些政策银行的不良贷款比例要高于商业银行。2007 年,在农业银行还没有为 IPO 进行账面处理之前,该行的不良贷款比例高达 23%。如果三大政策银行计入数据,不良贷款规模和比例还会上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

不良贷款数据其实不会对市场造成重大影响。发布频率很低，时间严重滞后，而且数据考察的问题也不会对经济增长前景造成直接的影响。但道理虽说如此，不良贷款规模偏高不仅会对银行业不利（银行股是恒生指数和上证综合指数的权重股），而且也对政府不利，因为政府最终可能要为救助银行买单。如果不良贷款问题果真严重到20世纪90年代末的程度，市场肯定会密切关注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国外汇交易中心中间价

市场敏感度：高

指标含义：每日播报的人民币兑美元及其他主要货币中间价。

中文链接：www. chinamoney. com. cn/

英文链接：无

发布时间：上午9:15

发布频率：每日

数据来源：中国外汇交易中心

是否修正：无

为什么重要

中国主要是通过中间价影响汇率。中间价决定了中国央行当天购买美元、欧元、日元及其他主要货币的汇率。中间价的调整有时幅度很大，像在2005年7月21日中国突然启动汇率改革时，或是在2010年6月19日决定结束钉住美元的汇率政策时。但调整幅度通常很小，因为中国政府仍在推进渐进式的汇率改革。但不论大小，市场每天都会焦急地等待中间价公布，希望从中了解政府的汇率政策意图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编制方法

中国央行将设定每日中间价的责任交付给了外汇交易中心。每天，中国内地外汇市场开盘前，外汇交易中心会打电话给一群市场人士，询问他们对美元兑人民币汇率的报价。外汇交易中心一共会询问26个做市商的报价，其中包括工商银行和农业银行等大型中资银行，也包括广东开发银行等中小型银行，还包括汇丰等外资银行。外汇交易中心会剔除最高和最低报价，然后取余下报价的均值。人民币兑欧元、日元、英镑及港元中间价是以人民币兑美元中间价及美元兑这几种货币的汇率为基础计算得出。如果人民币兑美元中间价为6.6303元，美元兑欧元最新报1.3706欧元，那么人民币兑欧元中间价就必须设在9.0875元（$6.6303 \times 1.3706 = 9.0875$）。最近外汇交易中心也开始公布人民币兑马来西亚林吉特的中间价，它也是依据做市商报价的均值得出，不过，交易中心只询问三家中资银行的报价。

理论上来说，做市商报价的均值应该可以反映外汇市场的供求平衡。但事实上，中国央行是外汇市场上的主要参与者，为维护人民币币值稳定，央行每个月都会进行数百亿美元的干预。而且中国没有开放资本账户，这也导致市场因素无法真正决定人民币汇率。正因为存在这些限制，我们才无从得知市场对人民币汇率的真正看法。在央行干预及资本账户关闭的背景下，就连中间价有时也无法反映市场观点。做市商有时会私下透露，市场上给出的价格和外汇交易中心设定的中间价有时毫无关联。外汇策略师认为，有时实际决定中间价的其实是中国央行，或是政府高层。中间价既可以反映市场供求状况，也是政府的调控工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读数据

表 8.4 每日人民币中间价(2010 年 11 月 15 日)

	货币	中间价
1▶	美元兑人民币	6.6303
	港元兑人民币	0.85536
	100 日元兑人民币	8.0326
2▶	欧元兑人民币	9.0875
	英镑兑人民币	10.695
	人民币兑马来西亚林吉特	0.47048

数据来源:中国外汇交易中心

1. 市场关注的主要焦点是美元兑人民币中间价。如表 8.4 所示,数据显示,2010 年 11 月 15 日,美元兑人民币中间价为 6.6303 元。中国央行允许汇率每日围绕中间价上下 0.5% 波动。因此,在 15 日这一天,人民币跌至 6.6635 元或升至 6.5971 元都不会引发央行干预。一旦汇率波动有超出每日交易区间的迹象,中国央行就会采取干预措施,引导汇率向交易区间回归。

美元兑人民币中间价的波动幅度一般非常小。但有两次,中国政府通过大幅调整中间价来向外界暗示,汇率政策已发生重大改变。2005 年 7 月 21 日,中国央行开始进行汇率改革,人民币一次性升值 2%,从 8.27 美元(这一汇价几年来一直未变)升值到 8.11 美元。2010 年 6 月 22 日,受金融危机影响,汇率改革已搁置近两年,中国央行在 22 日暗示,将重启人民币汇改,人民币一次性升值 0.4%,从 6.82 元升至 6.79 元。和 2005 年 7 月 2% 的升幅相比,0.4% 的升幅实在是小巫见大巫。但在美元兑人民币汇率两年静止不动的背景下,汇改总算又重新启动了。

除了上文提到的特殊情况,大多数时候中间价的波动幅度都很小,但即便这样,市场还是照样会猜测中间价波动所传递出的政策意图。中国决策者在设定中间价时到底是一种什么思路一直是个外界无法解开的谜团。为中国出口呐喊助威的商务部一直公开表态,支持人民币汇率稳定。而为汇率改革呼喊的中国央行偶尔也会大胆支持人民币汇率自由浮动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

官方表态不断重申,改革符合国家利益,政府会逐步推进。但政府在人民币升值速度问题上的基本指导原则到底是什么,外界无从得知。中国央行也表示,人民币币值是参考一篮子货币设定的,这更增添了中国汇率政策的神秘色彩。2005 年至 2008 年,人民币还在盯住美元,汇率根本不可能参考一篮子货币。但近阶段,市场又在怀疑人民币汇率到底是在参考一篮子货币,还是仍在盯住美元。

2005 年 7 月以来的变化说明,中国的汇率政策还是有一定规律可循的:

- 管理汇率的主要目的是提升出口竞争力。人民币币值偏低,表明中国商品价格低廉,珠三角和长三角的出口商就可以在全球市场上争取到更大的份额,纺织业及手机生产厂的高就业率也可以得到支撑。从 2005 年至 2008 年,出口增速很轻松地保持在每年 20% 以上,因此政府也乐于允许人民币加速升值。2008 年 1 月,人民币年化升值速度达到超过 20% 的峰值。但全球危机爆发后,出口需求骤减,数万家企业面临倒闭的危险,数百万工人行将失业,人民币升值步伐开始中断。从 2008 年夏天开始,将近两年的时间里,人民币兑美元一直维持在稳定水平。直到 2010 年夏天,世界消费需求开始复苏,出口增速回升至 20% 以上,政府不再担心大规模失业问题,人民币这才开始恢复升值。

- 汇率也是控制通货膨胀的工具。人民币币值上升会抑制需求,经济增速会放缓,经济会降温。与此同时,人民币币值上升也意味着中国工业部门支付的原油及铁矿石等进口大宗商品价格也在下降,上游通货膨胀压力会因此减轻。正是基于这两个原因,通货膨胀高企有时会促使中国政府允许人民币加速升值。2008 年年初,人民币升值速度最快,通货膨胀也在这时见顶,2008 年 2 月,CPI 升幅高达 8.7%。

- 此外,国际压力对人民币汇率也会产生一定的影响。中美战略与经济对话每半年召开一次。保尔森(Hank Paulson)担任美国财政部长期间,每次对话之前,人民币就会加速升值。2008 年年底,出口徘徊在下滑的边缘,中国政府开始试探人民币贬值的可能性,但这会威胁到中国作为国际上负责任大国的声誉,因此最终没有付诸实施。2010 年上半年,全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球经济开始逐渐复苏，要求中国恢复人民币升值的呼声与日俱增，中国央行在二十国集团（G20）会议召开前的一周宣布，中国结束盯住美元的汇率政策。当年晚些时候，美国国会计划针对人民币汇率法案进行表决，希望借此强化美国在人民币问题上的强硬立场，中国又允许人民币小幅加速升值。人民币升值幅度可能是基于对国内因素的考量，但5年来的经验表明，人民币升值的时间点和国际社会的压力有很大关联。

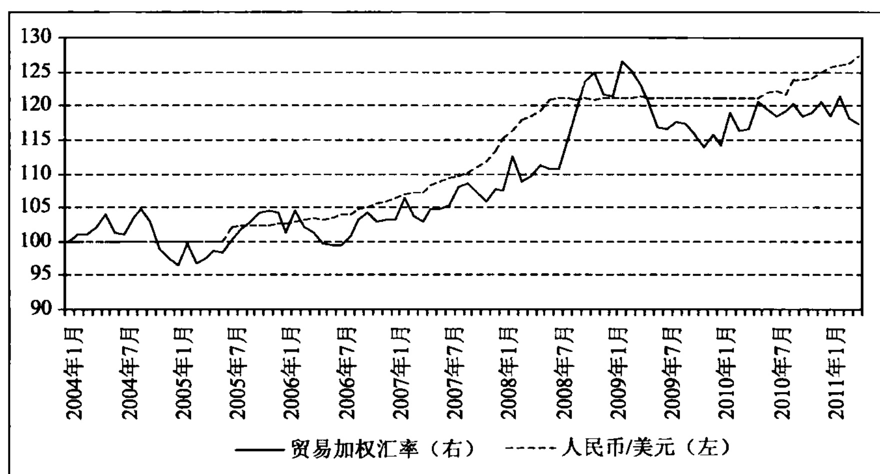


图8.5　人民币兑美元名义汇率和实际贸易加权汇率对比

注：以2004年6月数值为基值100

数据来源：中国外汇交易中心，国际清算银行，作者计算

2. 市场关注的焦点是美元兑人民币汇率。但无论如何，只关注一种汇率的确会有偏差。中国总体贸易只有不到15%是和美国进行的。即使是算上中国和美元区国家的贸易，比例也才不到50%。因此，仍有半数以上的贸易是和使用欧元、日元、韩元、卢布、雷亚尔及其他货币的国家进行的。考察中国出口整体竞争力的指标不是美元兑人民币汇率，而是贸易加权汇率。

中国政府不会对外公布贸易加权汇率。但国际清算银行（Bank for International Settlements）会公布实际和名义贸易加权汇率，数据每个月更新一次，可以从该行官方网站上下载。如图8.5所示，贸易加权汇率所反映的状况往往有别于美元兑人民币汇率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 从2005年至2008年，人民币兑美元名义汇率升值了21%。但如果按照贸易加权以后的实际值计算，人民币汇率仅升值了16%，这一升值幅度对出口竞争力的冲击远不如美元兑人民币升值幅度的冲击大。

• 2008年年底，中国政府恢复人民币钉住美元的汇率政策，希望以此提升出口竞争力。但政府的举措起到了完全相反的作用。随着避险需求推动美元连连走高，人民币也跟着水涨船高。2008年8月至2009年2月，人民币兑美元汇率维持在稳定水平，但如果按照贸易加权以后的实际值计算，人民币汇率实际上升值了10%。

• 从2010年6月到2010年年底，中国允许人民币兑美元升值3.1%，这为中国政府赢得了一些美国的好感。但人民币贸易加权汇率实际上贬值了2.2%。和人民币钉住美元的汇率政策结束之前相比，在重启汇改六个月后，中国出口竞争力不降反升。

中国央行一直宣称是按照人民币兑一篮子货币的币值来管理人民币汇率，2010年6月19日，在中国宣布恢复人民币汇率弹性的同时，官方发表了赞扬一篮子货币汇率制度优越性的长篇论文。中国央行副行长胡晓炼在文中表示，参考人民币贸易加权汇率要比参考美元兑人民币汇率更合理。但就目前而言，决策层和市场关注的焦点仍然集中在美元兑人民币汇率。但鉴于参考和管理一篮子货币有种种益处，因此贸易加权汇率的重要性会越来越高。

市场影响

股市：人民币加速升值可能会对出口不利，但对股市而言却常常是个利好消息，原因如下：

• 人民币升值意味着人民币资产（例如沪市上市公司股票的价值以及香港股市中资企业的人民币利润）的价值也跟着上升。

• 中石油及宝钢等企业是中国内地股市的权重股，这些公司同时也是大宗商品进口商，因此会从人民币升值中受益。而从人民币升值中受损的通常都是中小型私营出口商，这些企业都没有公开上市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 人民币升值,或升值预期,会增加中国市场对投机人士的吸引力,流入中国的部分热钱会潜入股市。

大宗商品市场:汇率是大宗商品市场关注的焦点,原因有两点。首先,人民币汇率变动会改变中国企业支付进口大宗商品的价格。人民币加速升值意味着中国企业可以按照更低的人民币价格购买原油及铁矿石等商品,这会对需求构成支撑。其次,中国同时也是大宗商品生产国。这就意味着中国的生产成本会限制全球大宗商品价格。如果人民币兑美元升值,市场对全球市场铝价及其他金属价格的上限预期就会升温。

外汇市场:中间价波动显然会影响到市场对人民币潜在升值速度的预期。美元兑人民币汇率也是影响其他亚洲货币的主要因素。如果人民币兑美元升值,在不危及当地出口竞争力的前提下,新台币、新加坡元、韩元等货币也会追随人民币走高。人民币汇率波动常常会引起亚洲货币的连锁反应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香港银行系统人民币存款

市场敏感度：低

指标含义：香港银行系统人民币存款总量月度数据，单位为百万元。

中文链接：www. info. gov. hk/hkma/

英文链接：www. info. gov. hk/hkma/gb_chi/index. htm

发布时间：每月结束约六周后发布

发布频率：按月

数据来源：香港金融管理局（简称“金管局”）

是否修正：无

为什么重要

由于香港采取港元盯住美元的汇率政策，港元就成了判断香港市场人民币升值预期的重要风向标。港元盯住美元也就意味着，港元汇率实际上在追踪美元兑人民币汇率。如果人民币兑美元升值5%，人民币兑港元也会升值5%。香港居民每天可以兑换至多2万元人民币。香港人擅长投资理财，如果港人预计人民币兑美元升值，那么就会尽量兑换更多的人民币。如果港人预计人民币兑美元贬值，那就会将人民币再兑换成港元。2005年至2010年，香港银行系统的人民币存款水平很好地预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了人民币升值前景，精确度堪与职业经济学家媲美。2010 年，中国决定将香港打造为人民币离岸中心，人民币跨境贸易结算规模也在迅速扩大，受这些因素影响，人民币存款大幅攀升，这从一个侧面反映了港人对人民币汇率前景的看法。

编制方法

作为银行业监管程序的一部分，金管局每个月会对辖下所有银行开展调查，其中包括收集人民币存款总量数据以及按活期和定期划分的存款明细。

解读数据

表 8.5　香港银行系统人民币存款　　单位：百万元

时　间	活期及储蓄存款	定期存款	总计	经营人民币业务的认可机构数目
2010 年 2 月	42499	23593	66092	71
2010 年 3 月	44609	26145	70755	73
2010 年 4 月	50237	30657	80894	72
2010 年 5 月	51266	34345	85611	76
2010 年 6 月	52427	37275	89720	77
2010 年 7 月	55724	47960	103684	77
2010 年 8 月	62864	67548	130412	84

数据来源：香港金管局

数据中最重要的信息就是香港银行系统人民币存款总值的变动情况。总值增加，说明香港居民认为人民币兑美元将会升值。总值持稳说明人民币升值前景较为黯淡。如图 8.6 所示，香港居民对人民币升值前景的判断能力还是相当不错的。

- 2004 年及 2005 年上半年，围绕中国结束人民币盯住美元汇率政策的预期不断升温，人民币存款从 2004 年 2 月的 8.95 亿元升至 2005 年 6 月的 208.98 亿元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

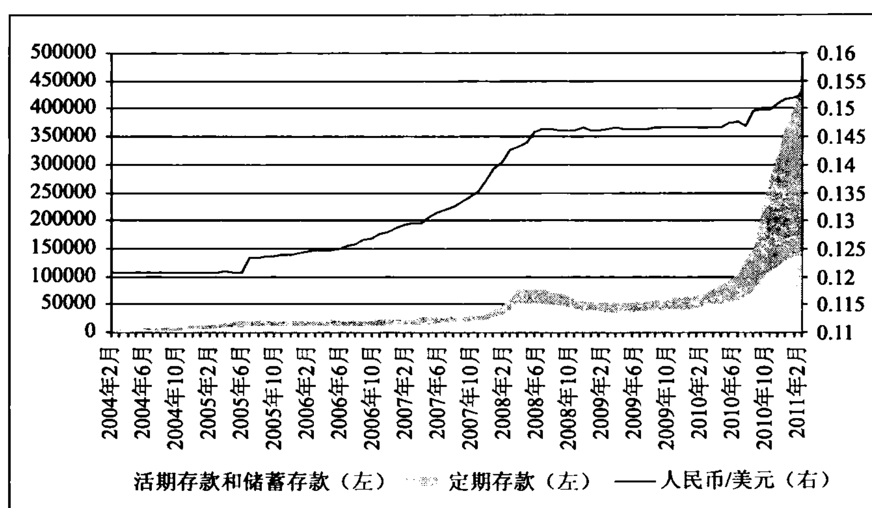


图 8.6 香港人民币存款（百万元）和人民币兑美元汇率对比

数据来源：香港金管局，中国外汇交易中心

- 2008 年春，市场担忧全球危机恶化会对中国出口造成冲击，人民币存款增幅在 4 月份见顶，两个月以后，人民币升值暂时告一段落。

- 2010 年年初，危机最严重的时期已经过去，香港居民预计人民币会恢复升值。2010 年年初，人民币存款开始回升，4 月份加速上升，两个月后，中国央行宣布重启汇改。

2010 年，中国央行决定将香港打造为离岸人民币中心，形势发生根本性转变。香港银行系统人民币存款从 2010 年 6 月的 897.02 亿元飙升至 2011 年 1 月的 3706.35 亿元。从 2004 年至 2010 年上半年，人民币升值预期增加了人民币对港人的吸引力。但人民币存款狂飙固然受到人民币兑美元升值前景影响，与此同时，中国尝试推进人民币国际化，人民币债券发行量及人民币跨境贸易结算规模也在大幅攀升，这也是个重要因素。试点阶段结束后，环境会更加稳定，届时人民币存款还能不能预测港人对人民币汇率的看法，仍是个未知数。但也存在一种可能，即人民币存款迅速上升反映的不是人民币升值前景，而是香港作为离岸金融中心的发展状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场影响

人民币存款数据的主要价值就在于，它是港人对人民币兑美元汇率预期的晴雨表。由于中国仍未开放资本账户，通过这一信息来押注人民币升值前景也有一定的局限性。但汇率波动的确会对其他类别的资产造成广泛影响，总体而言，人民币升值预期会利好中国内地股市、大宗商品及其他亚洲货币。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国央行报告

市场敏感度:中

指标含义:中国央行的货币政策和宏观经济形势报告,以及央行货币政策委员会的公告。

中文链接:www. pbc. gov. cn/

英文链接:无

发布时间:通常会在每个季度的第一个月发布上季度的宏观经济报告,每季度第二个月发布上季度的货币政策报告,货币政策委员会通常会在季度末召开会议,会后发布公告。

发布频率:按季

数据来源:中国央行

是否修正:无

为什么重要

美国公开市场委员会(Federal Open Markets Committee,简称 FOMC)的会议纪要是了解美国货币政策决策思路的窗口。会议纪要会透露官员之间的辩论内容,决策依据,以及决策原因。FOMC 实施的货币政策并非永远正确,但至少决策过程一目了然,透明度高,没有太神秘的地方。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中国央行的报告就好比北京大街上内坐政府要员的奥迪 A6 一样神秘。尽管报告罗列出了货币政策的框架和纲要，但外界无法清楚地了解中国货币政策决策者当前的思路。因此，央行的货币政策公布后，市场常常会措手不及。

中国央行的货币政策报告和宏观经济报告，以及货币政策委员会的公告，不会像 FOMC 的会议纪要，或是美联储的黄皮书[①]那样透露很多的决策者思路。但即便是零星透露的线索，也有一定的价值，因此中国市场分析人士都会详细阅读报告内容。

解读货币政策报告

中国央行的货币政策报告是央行对金融市场、货币政策实施情况及央行对经济前景的季度评估报告。

宽松，稳定，还是从紧

报告的长度通常在 50 页左右，但读者基本上可以略过前 48 页。市场关注的是央行对整体政策立场的总结，这会在最后几页的“下一阶段主要政策思路”里出现。

- 2008 年第一季度，次级债风波还没有演变成全面的金融危机，中国政府的首要任务是控制通货膨胀。中国央行承诺坚持实施从紧的货币政策。
- 到 2008 年夏天，通货膨胀压力开始消退，全球经济前景更加不明朗。中国央行承诺保持货币政策的连续性和稳定性，根据国内外形势变化适时微调。
- 到第三季度，雷曼兄弟破产，全球经济徘徊在崩溃的边缘，中国央行承诺实施适度宽松的货币政策。
- 一年以后，即 2009 年第四季度，适度宽松已成为中国央行的口

---

① 黄皮书是地区联邦储备银行《当前经济形势报告概要》的俗称。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

号。但危机最严重阶段已经过去，报告中出现了“保持经济平稳较快发展、调整经济结构和管理好通货膨胀预期的关系”，说明决策者在考虑更大层面的工作重点。

- 2010 年第三季度，中国经济恢复稳定，通货膨胀再次抬头，中国央行表示希望引导货币条件逐步回归常态水平，暗示政策很快就会收紧。

中国往往会先出台政策，随后才会有正式的文件。在 2008 年第三季度宣布转向适度宽松的货币政策之前，中国央行就已作出了降息决定。2010 年年底，也是在加息之后，报告才宣布将引导货币条件逐步回归常态水平。中国央行常常会沿用国务院总理使用过的一些措辞。但货币政策报告中所作的总结仍是预测政府政策思路方向的重要信号，分析人士常常会迫不及待地翻看最后几页，看中国央行的货币政策到底是会宽松、稳定还是从紧。

老生常谈的汇率问题

报告还可以帮助我们简单了解中国央行的汇率计划。报告中的语言常常非常粗线条，写报告的人常常是在重复一些老生常谈：

- 按照主动性、可控性和渐进性原则
- 进一步完善人民币汇率形成机制，重在坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节
- 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定

措施也许是老生常谈，但有时候一点点变化也会引起市场关注。2009 年第三季度的报告里，中国央行没有再提承诺维持汇率稳定，这等于向外界敲响警钟。这种变化足以引起金融媒体大做文章，媒体的基本看法是，中国有望结束盯住美元的汇率政策。事实却是，直到 7 个月后，也就是 2010 年 6 月，中国才结束盯住美元的汇率政策。说明我们对中国央行报告中的措辞也不能过度解读。

超额储备、人民币贸易结算、利率及贷款明细

央行报告还会包括一些与经济形势有关的细节，这是其他数据中看不到的：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 超额储备指的是商业银行存放在央行的超额准备金。央行调整存款准备金率后，超额准备金水平会决定未来的流动性会不会吃紧。如果超额储备较低，上调准备金率就会导致资金面立即吃紧，货币市场利率会上升，银行的放贷能力会受到抑制。如果超额储备较高，银行在央行的现金足够满足上调后的准备金要求，资金面基本太平无事。2010 年 1 月，中国央行上调存款准备金率 0.5 个百分点，市场认为这是政府开始收紧政策的信号。但 2009 年第四季度的货币政策报告显示，银行在央行有 3 个百分点的超额储备，说明银行可以轻松消化小幅上调存款准备金率的影响。尽管上调准备金率是政策立场发生转变的信号，但它对银行贷款能力的实际影响较为有限。事实证明，信贷投放继续扩张，银行系统 1 月份新增人民币贷款 1.3 万亿元。

• 中国的基准利率是由中国央行设定的，但只要客户可以接受，商业银行有权将贷款利率设在低于或高于基准利率的水平。货币政策报告中也包括了高于和低于基准利率的贷款各占总贷款的百分比，这可以帮助我们更好地把握信贷环境。2010 年 1 月至 2010 年 9 月，中国央行的基准利率一直保持不变，但报告显示，实际贷款利率大幅上升。1 月份，商业银行 35% 的贷款都低于基准利率，33% 的高于基准利率。到 9 月份，形势发生逆转。仅有 25% 的贷款利率低于基准利率，44% 的客户都要支付更高的利率才可以拿到贷款。

• 中资银行的地位并不平等。四大银行——工商银行、农业银行、建设银行和中国银行控制了存贷款的大部分。上海浦东发展银行及广州银行等二线银行存款基础要小得多，贷款占总贷款的比例也较低。大型银行会吸引优质客户。中小型银行只能贷款给地方项目。货币政策报告也包括按银行类别划分的贷款明细。

• 中国的金融系统仍是以银行为基础，贷款则是其中的重头戏——但现在已经不是唯一的戏码了。中国企业还可以通过发行股票或固息产品来融资。货币政策报告总结了通过各种渠道筹集的资金总和。它可以帮助我们更全面地把握信贷环境，并了解中国企业融资渠道的演变。以 2010 年为例，第四季度的货币政策报告显示，新增贷款较上年大幅下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但股票发行量上升，说明中国企业的融资环境并没有贷款数据所显示的那样单一。2011 年，中国央行开始发布单独的社会融资季度报告，其中也包括了信托公司的贷款量，以及通过 IPO 和发行债券筹集的资金总量。

- 人民币贸易结算量反映了中国央行推进人民币国际化的进展。2009 年年中，央行启动了人民币跨境贸易结算试点项目之后，试点范围又有所扩大。试点项目在推出的一年半里进展很快，但这也和基础薄弱有很大关系。2009 年上半年，中国还没有使用人民币进行贸易结算。到 2010 年 9 月，货币政策报告显示，人民币贸易结算量超过 500 亿元，约占当月总贸易规模的 2.8%。

解读宏观经济报告

宏观经济报告说明了中国央行对当前经济形势及未来前景的看法。

经季节性因素调整后的 GDP 环比年化增幅

在 2011 年之前，宏观经济报告是我们唯一可以了解到官方对中国经季节性因素调整后的 GDP 环比年化增幅估算值的来源。包括美国在内的多数国家都把这项指标当做评估经济状况的基准。在 2011 年之前，中国是大型经济体中唯一一个只公布 GDP 同比增幅的国家，国家统计局一直表示，春节假期持续一周，因此进行季节性因素调整难度很大。但中国央行显然更看重数据质量。从 2009 年至 2010 年，宏观经济报告包括了经季节性因素调整后的 GDP 环比年化增幅，数据中透露的经济增长步伐往往和国家统计局发布的同比增幅有很大的不同。2009 年第二季度，中国央行估计，经季节性因素调整后的 GDP 环比年化增幅为 14.9%，国家统计局发布的同比增幅为 7.9%。对央行数据的一种解读方式是，央行是在暗示，经济刺激措施已经完成使命，是踩刹车的时候了，否则贷款规模大幅上升会导致经济过热并造成通货膨胀压力。不过国家统计局现在也开始发布自己的环比数据，中国央行似乎有可能也会参考官方数据，不再自行发布环比估算值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产值差距

报告包括了中国央行对产值差距的计算。产值差距是考察潜在产值(经济满负荷运转的产值)和实际产值差距的指标。它和通货膨胀压力有着密切的关系。如果实际产值接近或超过潜在产值,那就肯定意味着需求已经达到了供应的极限,物价肯定会跟着上涨。如果实际产值低于潜在产值,那就意味着经济领域存在闲置产能。产值增加也可能不会造成经济过热及物价压力。即使是在发达经济体,计算产值差距也存在很大的难度。在中国,经济形势瞬息万变,统计系统也绝非尽善尽美,问题可能会更加复杂。中国央行一直对计算方法缄口不语。但由于其他数据中看不到产值差距,中国央行的估算数据就成了稀罕物件。

解读货币政策委员会的公告

中国货币政策委员会每季度召开一次会议,讨论经济形势,并为国务院制定货币政策出谋献策。委员会的成员以央行官员为主,央行行长担任主席,两位副行长、外管局(中国央行下属单位)局长也在其中。除了央行官员,基本上中央政府的每个经济及金融相关部门都有代表。国务院、发改委、财政部、国家统计局、银监会、证监会、保监会等均有代表。商业银行是由中国银行业协会代表。最后,货币政策委员会基本上还会有至少一位学界代表(目前有三位)。

无论是 FOMC 的公告和纪要,还是欧洲央行管理委员会的公告和新闻发布会,都会提供很详细的信息,熟悉这套政策沟通方式的投资者看了中国货币政策委员会的公告后可能会有些失望。简短的几个段落,而且都是泛泛之谈,就概括了中国经济形势、前景及政策重点。至少一位前货币政策委员会委员透露,会上的讨论其实非常有意思,委员会会向国务院呈递详细的有针对性的建议。但公开发表的公告完全深藏不露,内容主要都是观察人士司空见惯的老生常谈。

委员会可能会缄口不语,但学界代表却喜欢畅所欲言。以前的委员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余永定、樊钢，现在的委员李稻葵、夏斌、周其仁，都喜欢公开发表言论，并愿意和金融媒体沟通。如果哪个星期中国的金融媒体不报道一两条学界委员发表的言论，不论是关于利率、汇率，还是当天的其他热门话题，那都算是不太正常。学术著作往往平淡寡味，但这些学界委员的表态却会引起市场更大的关注，因为委员们可以参与内部讨论，外界认为他们是在代表中国央行表态。委员们经常发表各种言论，要想从中筛选出有价值的信息还真得费一番心思。

市场影响

中国央行是非常重要的决策机构，央行报告可以透露央行的观点，其中的数据和措辞往往可以帮助我们更好地把握中国经济形势以及决策层的相关讨论。但一般来说，分析师对央行报告的关注程度更高一些，交易员的关注程度低一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书的写作过程中，我得到了很多人的帮助。国家统计局、中国物流与采购联合会、Markit、Market News International、中国经济景气监测中心、世界大型企业研究会、经济合作与发展组织、搜房网、英德知联恒、海关总署、美国劳工统计局及美国财政部的工作人员都曾慷慨、耐心地为我解答各类专业问题。此外，在和北京大学、中国社科院及国际货币基金组织的学者、官员以及其他分析师和专家谈话的过程中，我也受益匪浅。

我在研究过程中得到了郭玮等人的出色协助。Paul Cavey 和 Bill Adams 不辞辛劳细读初稿并提出中肯的意见，对此我非常感谢。Logan Wright、David Wilder、许辉等人针对不同章节提出了有价值的意见。本书写作涉及卷帙浩繁的官方经济数据及学术资料，我的中文老师贾艳芬在这一过程中给予了我悉心指导。凡是研究中国经济数据的人无不要感谢 Harry Wu 和 Carsten Holz 两位教授的大作。我在和两位教授的谈话以及对二人著作的研读和对比中颇有所悟。本书的结构参考了 Bernard Baumohl 关于美国经济指标的著作。

负责发布中国经济数据的机构不太擅长解释数据的收集和编制方法，好在还有研究这一课题的出版物可供参考。国家统计局、中国央行、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海关总署及财政部都出版过相关信息，这让我收获良多。IMF的数据公布通用系统已收集和出版了一些重要中国经济数据的编制方法。经济合作与发展组织和国家统计局开展的联合调研也增加了我对中国经济数据编制过程的了解。感兴趣的读者可以从经济合作与发展组织的网站下载相关资料。高盛的 Asia Economics Group 也做了一些前期工作，这些都加深了我对重要经济数据的认识。

Pearson 的 Jeanne Glasser 女士凭借良好的专业素养一眼看出本书的潜在价值，并全程协助本书出版，我对此非常感激。感谢 Pearson 的 Anne Goebel 和 Krista Hansing 帮助筹备出版前的终稿。本书的大部分内容都是我在 Stone & McCarthy Research Associates 工作期间写就，非常感谢 Ray Stone 和我在那里的工作团队，谢谢他们的支持和鼓励。我曾有幸和 Market News International 北京办事处共处一间办公室，并聆听了 Johe Carter、陈瑛等人对中国经济发展的独到见解。终稿的部分工作是在我供职于《华尔街日报》期间完成的，感谢 Thorold Barker、Andy Browne、《股闻天下》专栏及道琼斯北京分社工作团队的支持和鼓励。还要感谢道琼斯公司中文咨询部史静女士以专业水准迅速完成中文译本。

最后要感谢我的太太 Helena。她对中国经济数据毫无兴趣，但在本书的写作过程中给予了我莫大的帮助。我欠她的，比美国欠中国的还多。

欧乐鹰

Tom Orlik

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解读中国经济指标

在数字中锁定投资机会

在新书《解读中国经济指标》中，《华尔街日报》驻北京的专栏作家欧乐鹰(Tom Orlik)将帮助读者厘清从国内生产总值到债券市场收益等纷繁复杂的统计数据。

——华尔街日报

Tom Orlik's new book, *Understanding China's Economic Indicators* is the only comprehensive guide to working with China's economic data, and a must-read for those wanting to get to grips with the country's changing economy.

了解中国经济数据的最全面读物，把握经济走向的必备工具。

——British Chamber of Commerce in China

Remarkably clearly written with excellent explanations of what each survey, data point, or news source means to economists and investors.

为投资者完美、精准地解读经济数据！

——From Reader Store

Understanding China's Economic Indicators: *Translating the Data into Investment Opportunities* is a comprehensive book covering China's economy (economic indicators and how different area of business works in China). This book will help you understand what are the investment opportunities in China and what are the risks.

对中国经济的完美解读！告诉你在中国的投资机会和潜在风险。

——By Sidarta Tanu (Richmond, VA USA), From Amazon.com

PEARSON

上架建议：投资理财
ISBN 978-7-5136-1444-3



定价：48.00元